

LA INTEGRACIÓN  
FINANCIERA DE LA  
ECONOMÍA ESPAÑOLA:  
EFECTOS SOBRE LOS  
MERCADOS  
FINANCIEROS Y LA  
POLÍTICA MONETARIA

Aurora Alejano y Juan M.<sup>a</sup> Peñalosa

# LA INTEGRACIÓN FINANCIERA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA POLÍTICA MONETARIA

Aurora Alejano y Juan M.<sup>a</sup> Peñalosa (\*)

(\*) Agradecemos los comentarios y sugerencias de Javier Alonso, Víctor García-Vaquero, Fernando Gutiérrez, M.<sup>a</sup> Cruz Manzano y Eloísa Ortega. Los posibles errores son de nuestra exclusiva responsabilidad.

Banco de España - Servicio de Estudios  
Documento de Trabajo nº 9525

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-414-2

Depósito legal: M-27694-1995

Imprenta del Banco de España

## **RESUMEN**

Tras caracterizar el proceso de integración financiera registrado en la economía española a lo largo de la última década, este trabajo trata de evaluar el impacto del mismo en los mercados financieros nacionales y en la instrumentación de la política económica, haciendo especial referencia a la política monetaria. La integración financiera ha contribuido al desarrollo de los mercados y a una asignación más eficiente de los recursos, aunque, al mismo tiempo, ha hecho el entorno financiero nacional más vulnerable a los cambios en las expectativas de los agentes. Por otra parte, si bien la mayor apertura financiera de la economía española parece haber debilitado, en alguna medida, el mecanismo de transmisión de la política monetaria, se estima que esta conserva todavía cierto margen de maniobra para perseguir sus objetivos. Finalmente, se analiza cómo este proceso de integración financiera ejerce un efecto disciplinante sobre el diseño y la instrumentación de la política económica, al penalizar los comportamientos no compatibles con la estabilidad nominal de la economía.



## ÍNDICE

- I. INTRODUCCIÓN
- II. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
- III. EFECTOS DE LA INTEGRACIÓN SOBRE LOS MERCADOS DOMÉSTICOS
  - III.1 El mercado exterior de la peseta
    - III.1.1 Evolución del tipo de interés de la peseta externa en el período 1987-1994
  - III.2 El mercado de deuda pública
  - III.3 Los mercados privados de renta fija y variable
- IV. IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA
  - IV.1 Efectos sobre el diseño y la instrumentación de la política monetaria
  - IV.2 Efectos sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria
    - IV.2.1 El tipo de cambio
    - IV.2.2 Los tipos de interés de la deuda y de los activos y pasivos bancarios
- V. LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA COMO FACTOR DISCIPLINANTE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA
- VI. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

## BIBLIOGRAFÍA



## **I. INTRODUCCIÓN**

En los últimos años, los mercados financieros internacionales han experimentado profundos cambios, vinculados, en gran medida, a la supresión de las restricciones sobre los movimientos de capital en los principales países. Dichos cambios se han reflejado en un aumento significativo del volumen de los flujos de capital y en una creciente globalización e integración de los mercados domésticos e internacionales. Asimismo, la innovación financiera y el progreso en el campo de las telecomunicaciones han inducido un aumento ostensible en el número y variedad de activos financieros negociados en los mercados, ampliando, a su vez, el espectro de agentes participantes y, en particular, la importancia de los llamados inversores institucionales.

La apertura financiera de una economía aumenta las posibilidades de crecimiento a través de la ampliación de las vías de financiación de la inversión nacional, complementarias del ahorro doméstico. En este sentido, la mayor integración financiera ejerce efectos claramente positivos sobre los mercados interiores: por un lado, se produce un aumento de la oferta de activos y de servicios financieros, y, por otro lado, se genera una mayor competencia entre los agentes oferentes, que se traduce en rendimientos superiores para los ahorradores y en costes menores para los prestatarios. Asimismo, el desarrollo de operaciones de cobertura permite la diversificación de riesgos, lo que facilita una gestión más adecuada de las carteras de los inversores. Todo ello, en definitiva, al configurar un soporte financiero más potente y competitivo para la actividad económica, incentiva el desarrollo del comercio exterior y contribuye a una asignación más eficiente de los recursos.

Sin embargo, el aumento de la dependencia financiera del exterior amplía la probabilidad de sufrir la inestabilidad derivada de ciertos movimientos de capital de carácter especulativo, que presentan una elevada sensibilidad ante modificaciones en la rentabilidad de los activos y en las expectativas sobre el tipo de cambio de las monedas. En un contexto de mayor conexión entre los mercados internos y el sector exterior, la transmisión de los impulsos financieros aumenta considerablemente, y, con ello, la sensibilidad de los mercados respecto



a las perspectivas económicas del país y a la adecuación de las políticas instrumentadas.

Este impacto se manifiesta con especial virulencia en los países que presentan una elevada dependencia financiera de los recursos procedentes del exterior. No obstante, la experiencia reciente muestra que, en ocasiones, un alto nivel de endeudamiento de un país no constituye una condición necesaria para que su moneda sea objeto de fuertes ataques especulativos, sino que, a veces, el propio comportamiento de algunos inversores favorece el carácter errático de determinados movimientos de capital.

Por otra parte, se ha observado que la mayor integración financiera debilita, hasta cierto punto, el control monetario, al tiempo que aparecen dificultades para conciliar los objetivos interno y externo de la política monetaria.

En España, el proceso de apertura financiera al exterior, iniciado a mediados de la década de los ochenta, culminó, en febrero de 1992, con la plena liberalización de los movimientos de capital con el exterior. Dicho proceso, aunque con cierto retraso en comparación con los principales países industrializados, facilitó el acceso de los prestatarios españoles al mercado mundial de capitales, a la vez que incentivó la inversión extranjera en nuestro país, lo que contribuyó a impulsar el crecimiento de la actividad económica. Al mismo tiempo, la regulación existente sobre los activos y pasivos de las entidades de crédito y sus tipos de interés fue paulatinamente eliminada, con el fin de conformar un sector financiero más competitivo.

Si bien la mejora en términos de eficiencia económica y de asignación de recursos derivada del proceso de liberalización financiera no puede ser minusvalorada, ciertos aspectos apuntan a que la apertura financiera de la economía española ha podido afectar al desarrollo ordenado de los mercados financieros y a la eficacia de la política monetaria.

Este artículo se centra en estas últimas cuestiones. Para ello, en primer lugar, se recogen algunos datos sobre el nivel de integración financiera de la economía española. A continuación, en los apartados III y IV, se examinan los efectos de dicha integración sobre la evolución de los mercados financieros nacionales y las implicaciones que se derivan para la política monetaria, respectivamente. El apartado V analiza el efecto disciplinante que la integración financiera ejerce sobre la instrumentación de la política económica. Finalmente, se incluyen unas breves conclusiones y se contemplan algunas perspectivas sobre este fenómeno en el futuro.

## II. LA INTEGRACIÓN FINANCIERA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Con la incorporación de España a la UE y la necesaria adaptación de nuestra legislación a la normativa comunitaria, en 1986 se inició un proceso de eliminación gradual de las restricciones sobre los movimientos de capital entre España y el exterior, que ha favorecido una internacionalización creciente de nuestra economía.

Existen diferentes indicadores para valorar el grado de integración financiera de una economía<sup>(1)</sup>. Uno de ellos, propuesto por Feldstein y Horioka, consiste en analizar la relación entre las variables de ahorro e inversión de cada país. De acuerdo con este criterio, en un contexto de movilidad perfecta de capitales, cabría esperar que la relación entre ahorro e inversión de cada país fuera muy débil, puesto que la inversión interna podría ser financiada por capitales exteriores y, al mismo tiempo, el ahorro interno no tendría que ser invertido necesariamente en el propio país.

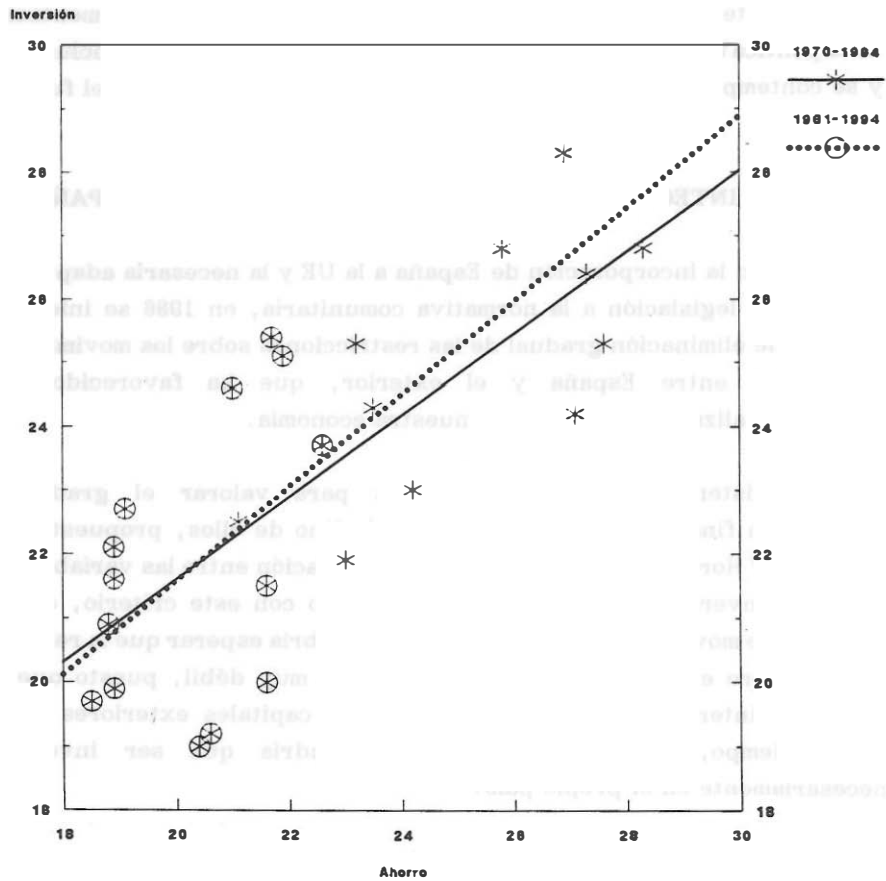
Como se observa en el gráfico 1, donde se analiza la relación entre ambas variables para el caso español entre los años 1970 y 1994, en el conjunto del período existe una relación positiva entre el ahorro y la inversión: un aumento de un punto en la tasa de ahorro explica 0,64

---

<sup>1</sup> Entre ellos, el diferencial entre los tipos de interés en el mercado interno y en el euromercado y la paridad cubierta de tipos de interés. A ellos se hace alusión en el apartado III.1.

GRÁFICO 1

**RELACIÓN ENTRE LAS TASAS DE AHORRO E INVERSIÓN  
EN ESPAÑA  
(% sobre el PIB)**



Fuente: Banco de España.

puntos de incremento de la inversión, lo que sugeriría que en dichos años existió un grado reducido de movilidad del capital con el exterior. Además, pese al proceso de liberalización de los movimientos de capital entre España y el exterior a partir de la década de los ochenta, se observa que dicha relación aumenta: entre 1981 y 1994, el aumento de un punto de la tasa de ahorro explica 0,73 puntos de aumento en la tasa de inversión.

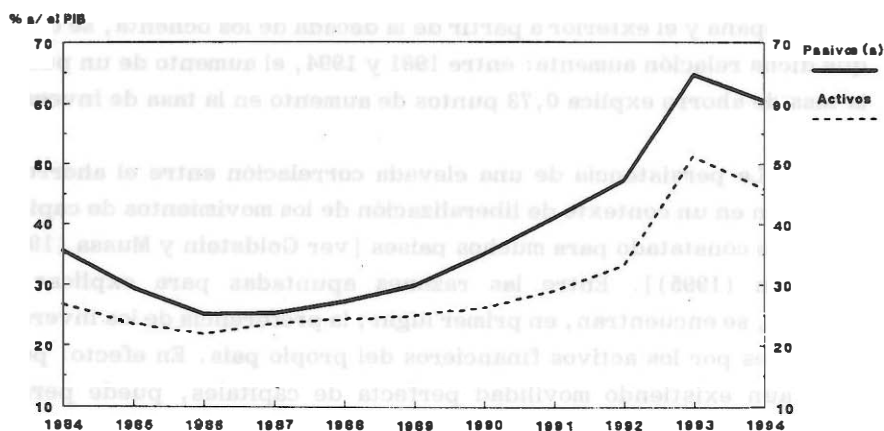
La persistencia de una elevada correlación entre el ahorro y la inversión en un contexto de liberalización de los movimientos de capital es un hecho constatado para muchos países [ver Goldstein y Mussa (1993) y Feldstein (1995)]. Entre las razones apuntadas para explicar esta realidad, se encuentran, en primer lugar, la preferencia de los inversores nacionales por los activos financieros del propio país. En efecto: por un lado, aun existiendo movilidad perfecta de capitales, puede persistir cierta segmentación de los mercados financieros que dificulte dicha movilidad; y, por otro lado, el inversor tiende a minimizar el riesgo frente a la maximización de la rentabilidad, comportándose, en términos generales, de forma prudente.

En segundo lugar, la propia actuación de las autoridades, al establecer objetivos de balanza de pagos, contribuye a que el ahorro y la inversión nacionales se muevan de forma paralela. En el caso español, la utilización, en ocasiones, de restricciones a los movimientos de capital para la consecución de dichos objetivos, ha reforzado la correlación entre ambas variables [véase Argimón y Roldán (1991)].

La mayor apertura financiera de la economía española se observa en el creciente grado de participación de los no residentes en las distintas áreas de la esfera económica nacional. Así, en los últimos años, los pasivos exteriores de la economía española aumentaron de forma notable, pasando de representar un 25% del PIB en 1986, a suponer un 60% del PIB en 1994. Por su parte, los activos exteriores han experimentado también un fuerte repunte en los últimos años, alcanzando un 46% del PIB en 1994, frente al 22% del PIB en 1986. La ratio entre activos y pasivos exteriores pasó, desde un 87% en 1986, a un 76% en 1994 (véanse gráficos 2 y 3).

GRÁFICO 2

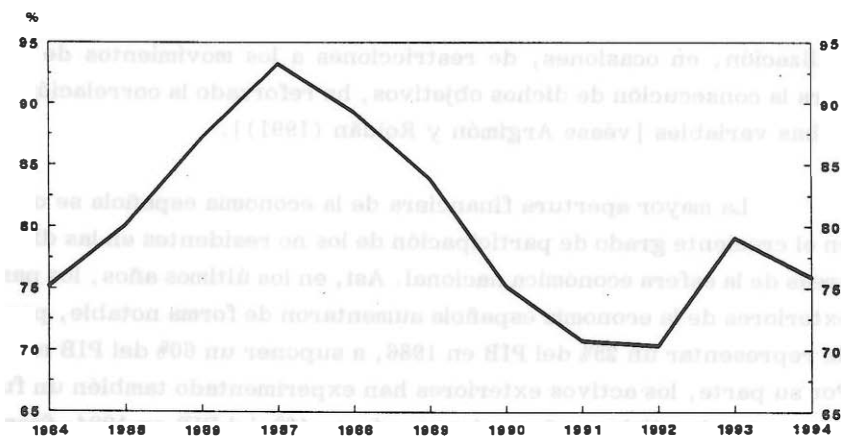
### ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LOS SECTORES RESIDENTES FRENTE AL RESTO DEL MUNDO



(a) La partida de pasivo correspondiente a las inversiones extranjeras en inmuebles no se ha tenido en cuenta en estos cálculos.

GRÁFICO 3

### PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS SOBRE LOS PASIVOS FINANCIEROS FRENTE AL EXTERIOR



Fuente: Banco de España.

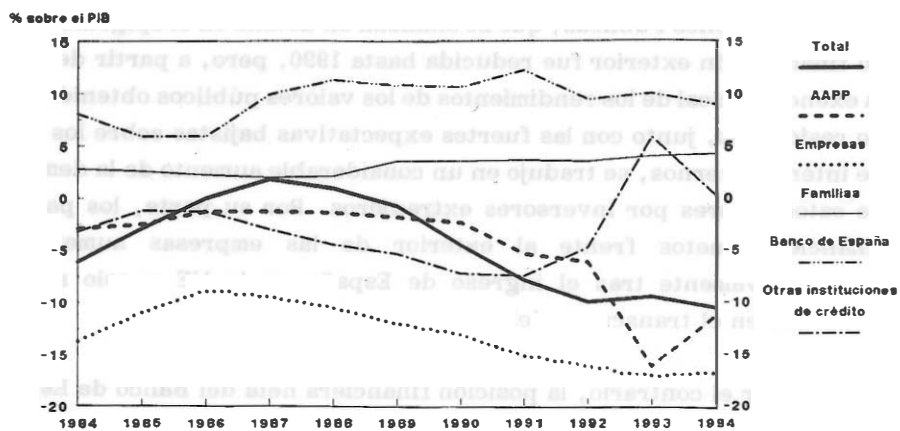
Desde el punto de vista sectorial, la dependencia del exterior resulta muy relevante para los sectores de Administraciones Públicas y empresas no financieras (ver gráfico 4). En el caso de las Administraciones Públicas, que se analizan en detalle en el epígrafe III.2, su financiación exterior fue reducida hasta 1990, pero, a partir de 1991, la exención fiscal de los rendimientos de los valores públicos obtenidos por no residentes, junto con las fuertes expectativas bajistas sobre los tipos de interés internos, se tradujo en un considerable aumento de la demanda de estos valores por inversores extranjeros. Por su parte, los pasivos financieros netos frente al exterior de las empresas aumentaron significativamente tras el ingreso de España en la UE y solo se han moderado en el transcurso del último año.

Por el contrario, la posición financiera neta del Banco de España y de las economías domésticas frente al exterior ha sido positiva: la del Banco de España -que está constituida, principalmente, por las reservas- creció notablemente entre 1986 y 1991, para disminuir en los últimos años, y la de las familias -principalmente, depósitos denominados en moneda extranjera- mantuvo una evolución moderadamente creciente en términos del PIB. En el caso de las entidades de crédito, mientras que hasta 1991 mantuvieron una posición pasiva neta por importes muy elevados, a partir de 1992, se observó un cambio drástico en sus pautas de financiación exterior, pasando a tener una posición acreedora neta.

Hay que señalar que el grado de integración financiera de una economía no solo se mide por el grado de movilidad de los flujos de capital, sino también por el nivel de precios (tipos de interés) al que se negocian activos idénticos en distintas plazas financieras. En ausencia de controles de cambios y de otras barreras que conlleven costes de transacción -diferencias en la regulación fiscal, contable y financiera, acceso a la información, lenguaje, etc.-, el diferente rendimiento de los activos viene explicado por sus propias características, principalmente, en términos de riesgo y de liquidez. Dichas características, ante expectativas de rentabilidad distintas, configuran oportunidades de arbitraje entre los mercados internos y externos que, en un contexto de total integración, se traducen en una igualación de los tipos de interés negociados en ambos mercados.

GRÁFICO 4

### POSICIÓN FINANCIERA NETA DE LOS SECTORES RESIDENTES FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)



(a) Definida como la diferencia entre activos y pasivos financieros frente al exterior.

Fuente: Banco de España.

Como se observa en el gráfico 5, donde se representa la evolución del tipo de interés interno y externo de la peseta en el periodo 1987-1994, hasta el año 1992, la existencia de restricciones sobre determinados movimientos de capital<sup>(2)</sup>, al impedir una conexión perfecta entre el mercado interno y el externo, se tradujo en la aparición de diferenciales entre las rentabilidades negociadas en ambos mercados. Posteriormente, con la total liberalización de los movimientos de capital entre España y el exterior, se produjo una aproximación gradual entre ambos tipos de interés que, no obstante, se vio obstaculizada por el desencadenamiento de elevados volúmenes de operaciones de carácter especulativo, a raíz de la crisis del SME.

### III. EFECTOS DE LA INTEGRACIÓN SOBRE LOS MERCADOS DOMÉSTICOS

Uno de los aspectos positivos del proceso de integración financiera de la economía española ha sido su incidencia en la modernización de los mercados financieros españoles. La aparición de nuevos activos financieros susceptibles de negociación y la ampliación del espectro de agentes participantes ha posibilitado una mejor asignación de los recursos financieros, al tiempo que ha propiciado una conexión más rápida y directa entre los mercados nacionales y extranjeros, por un lado, y entre los distintos mercados domésticos, por otro.

En efecto: la eliminación progresiva de las restricciones sobre los movimientos de capital, tras ampliar las vías de inversión y de financiación nacional, se tradujo en una mayor interrelación entre las condiciones financieras de los mercados interno y externo. Por otro lado, el desarrollo de las telecomunicaciones y de los métodos de liquidación y compensación, el aumento de la competencia entre los intermediarios financieros y el desarrollo de los mercados de valores públicos y privados, han conducido a una relación cada vez más estrecha entre los distintos mercados

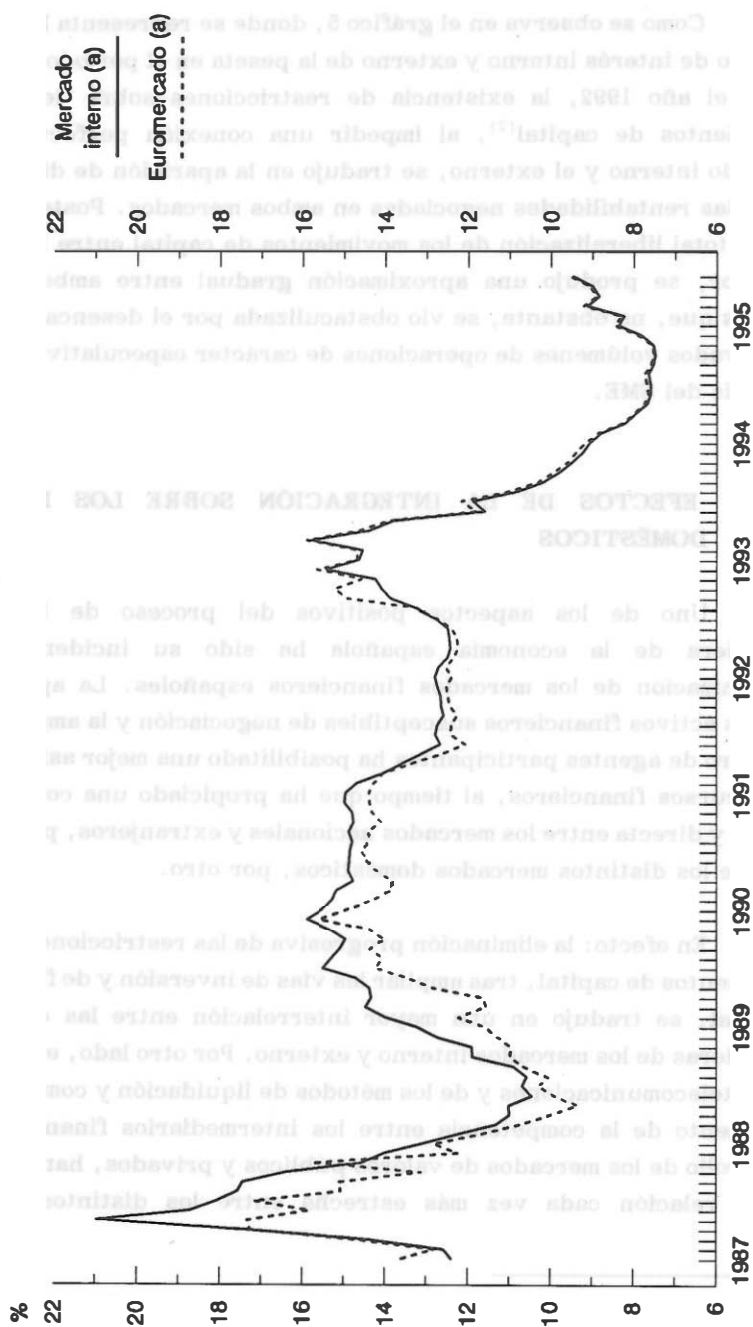
---

<sup>2</sup> Entre dichas restricciones, hay que incluir el coeficiente de caja y el tratamiento fiscal de los activos denominados en moneda nacional de no residentes, que reducían considerablemente su rentabilidad.



Gráfico 5

**Evolución de los tipos de interés de la peseta  
en el mercado interno y en el euromercado a un  
mes: 1987-1995.**



Fuente: Banco de España.  
(a) Tipo medio.

financieros domésticos. A ello ha contribuido que, en el período más reciente, buena parte de la inversión extranjera en determinados mercados nacionales, fundamentalmente en deuda pública, ha ido acompañada de una cobertura simultánea en otros mercados. En este sentido, como se analiza en el apartado IV, si bien desde el punto de vista del control monetario la mayor integración financiera reduce el margen de maniobra de la política monetaria, la traslación de los impulsos monetarios hacia los mercados domésticos se ve fortalecida, en cierta medida, por dicho proceso.

### **III.1 El mercado exterior de la peseta**

El mercado de euromonedas engloba el volumen de fondos denominados en moneda diferente de la de los países en los que se mantienen dichos fondos. Su origen, centrado en la segunda mitad de la década de los cincuenta, estuvo vinculado a la ausencia de regulación y, en consecuencia, a una mayor flexibilidad operativa y a un menor coste de las operaciones.

En el análisis del mercado exterior de una moneda, hay que distinguir varios aspectos. En primer lugar, el volumen de transacciones comerciales denominadas en esa moneda. Pero mucho más importante, en términos cuantitativos, es la actividad financiera, tanto en términos de no residentes que invierten sus capitales como de residentes que no buscan instrumentos alternativos de inversión denominados en otras divisas. Este factor depende, en términos generales, del atractivo que ofrezca dicha moneda en términos de tipos de interés y de las expectativas de tipo de cambio.

Y, en segundo lugar, una vez elegida la divisa de denominación de la transacción o de la inversión, existen un conjunto de condicionantes que inciden en su localización en un país determinado, tales como: el nivel de desarrollo de los mercados financieros del país emisor de la moneda (eficiencia, profundidad y amplitud de la oferta), el grado de libertad operativa con el exterior, y la existencia de tratamientos fiscales

diferentes y de otras cargas que inciden directamente en la rentabilidad final de dichas inversiones.

En el caso de la peseta, el desarrollo de su mercado exterior ha estado condicionado por dos factores: por un lado, el régimen de control de cambios sobre los movimientos de capital entre España y el exterior, y, en particular, sobre la actividad en moneda extranjera de las entidades de crédito residentes. Y, por otro, las modificaciones en las condiciones de rentabilidad ofrecidas por los activos denominados en moneda nacional y en las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta. Ambos factores configuraron un conjunto de operaciones de arbitraje entre el mercado interno y el externo, en el cual las instituciones financieras en España desempeñaron un papel fundamental, como nexo de unión entre ambos mercados.

A partir de 1987, se modificó de manera decisiva la regulación del mercado de divisas español con la liberalización de las operaciones en moneda extranjera de las entidades de crédito residentes, tanto en lo referente a la toma y captación de recursos en divisas (CBE 5/1987) como en la asunción de riesgos de cambio por razones diferentes a las estrictamente operativas (CBE 1/1987) [véase Alejano (1994a)]. Esta última circular, tras permitir el mantenimiento de posiciones deudoras (cortas) en divisas en el contado, aunque dentro de ciertos límites, reforzó la conexión entre el mercado interno y los mercados exteriores, posibilitando a las entidades bancarias nacionales la obtención de financiación en pesetas en el mercado de eurodepósitos. Estas últimas operaciones, como se verá más adelante, constituyeron el origen del mercado de la europeseta, cuyo desarrollo posterior estuvo vinculado a la progresiva liberalización de la actividad en moneda extranjera, en un contexto de eliminación gradual de los controles sobre los movimientos de capital con el exterior, que finalmente posibilitó la participación de los residentes no financieros en dicho mercado.

La creciente apertura financiera al exterior de la economía española determinó un importante desarrollo del mercado español de divisas impulsado por el mayor interés de los agentes no residentes por la peseta, en un contexto de elevada rentabilidad de los activos denominados

en moneda nacional. Así, entre abril de 1989 y abril de 1992, el volumen medio diario negociado pasó de 4,4 mm de dólares a 12,5 mm de dólares, respectivamente. Las tres cuartas partes del volumen registrado en abril de 1992 correspondieron a transacciones de pesetas contra divisas, mientras que las operaciones de divisas contra divisas, prácticamente en su totalidad marcos y dólares, representaron solo un 25%. En cuanto a la composición por tipos de operaciones del total de transacciones del mercado, destacó el espectacular crecimiento de las operaciones swap, que pasaron de representar un 3,4% en abril de 1989 a un 43,2% en abril de 1992, en detrimento de las operaciones a plazo directas y, en menor medida, de las de contado, que disminuyeron su participación, en 31 y 10 puntos porcentuales, respectivamente, en dicho periodo. Aunque no se dispone de cifras oficiales más recientes, entre la segunda mitad de 1992 y la primera de 1993, la marcada inestabilidad del tipo de cambio de la peseta determinó un aumento notable de las operaciones swap y de contado en pesetas contra divisas entre las entidades residentes y los no residentes, lo que debió favorecer el desarrollo del mercado de la europeseta. A partir de entonces, la normalización de las condiciones cambiarias habrá supuesto, probablemente, una ralentización del volumen negociado en este mercado.

### **III.1.1 Evolución del tipo de interés de la peseta externa en el período 1987-1994**

Entre los años 1987 y 1994, la evolución de los tipos de interés interno y externo de la peseta mostró un comportamiento diferencial, cuyo signo y amplitud ha dependido, no solo de la existencia, durante parte del periodo, de ciertas restricciones a los movimientos de capital con el exterior, sino también, en ausencia de estas, de la presión ejercida por los flujos de capital con el exterior en una determinada dirección. Para analizar la formación y posterior evolución del tipo de interés de la europeseta, hay que distinguir dos periodos claramente diferenciados: 1987-1991 y 1992-1994. Entre los años 1987 y 1991, la conexión entre el mercado interno y el externo tuvo un carácter unidireccional e irregular, como consecuencia, por un lado, de la elevada rentabilidad de los activos denominados en pesetas y del mantenimiento de restricciones sobre

algunas salidas de capital a corto plazo, y, por otro lado, de las diferentes limitaciones que, en estos años, se impusieron sobre las entradas de capital a corto plazo a través del mercado monetario y de divisas. Posteriormente, a partir de 1992, con la total liberalización de los movimientos de capital con el exterior, se eliminaron los condicionantes que, hasta la fecha, habían propiciado una conexión incompleta entre ambos mercados, tanto desde el punto de vista de la oferta de pesetas en el euromercado como de la demanda de financiación en este último por parte de residentes.

#### a) 1987-1991

En los primeros meses de 1987, en un contexto de fuerte crecimiento de la demanda interna y de los agregados monetarios, se instrumentó un giro restrictivo de la política monetaria, que elevó significativamente los diferenciales de tipos de interés con el exterior. Como resultado de ello, se produjo una intensa afluencia de capital exterior a corto plazo a través del mercado de divisas, en el que el no residente compraba pesetas contra moneda extranjera en el contado y, posteriormente, las invertía en depósitos, y/o en swaps. En el primer caso, la toma libre de pasivos bancarios en pesetas por parte de las entidades residentes, o, lo que es lo mismo, la colocación libre de pesetas por no residentes, implicaba que el tipo de interés de los depósitos de pesetas convertibles fuera equivalente al tipo de interés de demanda del mercado interbancario interno, el cual, a su vez, determinaba el tipo de interés de los depósitos de pesetas en el euromercado<sup>(3)</sup>.

En el caso de la inversión en swaps, el no residente, una vez que había comprado las pesetas contra divisas al contado, a continuación, vendía dichas pesetas contra divisas en el contado y las recompraba a plazo. Esta rentabilidad swap -suma del tipo de interés del depósito en divisas y del descuento a plazo de la peseta- resultaba equivalente al tipo

---

<sup>3</sup> Sin embargo, no ocurría lo mismo con el tipo de interés de oferta, donde la prohibición de prestar pesetas a no residentes por parte de las entidades de crédito residentes determinaba un tipo de interés externo de la peseta superior al del mercado interno.

de interés de las pesetas convertibles, y, asimismo, el descuento de la peseta a plazo en las operaciones swap de venta de pesetas a plazo era muy similar al del mercado externo<sup>(4)</sup>.

Ambas vías de inversión en pesetas de los no residentes constituían fuentes de financiación en moneda nacional de las entidades residentes alternativas al mercado interbancario [ véase Alejano y Ortega (1992) ]<sup>(5)</sup>.

Así, pues, en ausencia de restricciones sobre las entradas de capital, el tipo de interés externo de la peseta era equivalente al tipo interbancario interno, lo que ponía de manifiesto la existencia de una conexión completa entre ambos mercados en esta dirección.

El enorme volumen de entradas de capitales a corto plazo impulsaba el crecimiento de la liquidez y disminuía la eficacia del endurecimiento operado en la política monetaria. Para frenar esta afluencia de capitales, se impuso una secuencia de medidas, a partir de la primavera de 1987, que tendieron a entorpecer dicha conexión. Inicialmente, las limitaciones recayeron sobre las inversiones de no residentes en depósitos, que quedaron sometidos al coeficiente de caja, lo que obligó a las entidades residentes a pagar una remuneración menor sobre los

---

<sup>4</sup> Sin embargo, en el caso de las ventas a plazo de divisas contra pesetas convertibles a no residentes, dadas las limitaciones existentes, el tipo de cambio vendedor de dólares contra pesetas a plazo, o, lo que es lo mismo, el descuento de la peseta a plazo en operaciones swap de compra de pesetas a plazo era superior en el euromercado, con respecto al mercado interno.

<sup>5</sup> No obstante, la diferente instrumentación de estas operaciones de arbitraje les generaba efectos muy distintos sobre su posición en moneda extranjera. Así, cuando la operación se realizaba a través del mercado de depósitos, la cobertura de la posición acreedora (larga) de divisas en el contado se realizaba mediante la venta de dichas divisas en el mercado. Por el contrario, cuando la posición acreedora (larga) de divisas asumida era a plazo, su cobertura requería tomar divisas en el contado, principalmente a través de un depósito en el euromercado, y venderlas contra pesetas en el mercado de contado, lo que les generaba una posición deudora (corta) de divisas en el contado.

misimos. Como resultado de ello, el tipo de interés de la peseta accesible para el no residente en el mercado interno de depósitos se situó por debajo del tipo de interés interbancario (véase gráfico 6).

Esta reducción en el tipo de interés de demanda de pesetas de no residentes, así como la posterior imposición de otras medidas aún más contundentes<sup>(6)</sup>, llevaron a aquellos a desplazar sus inversiones en pesetas desde depósitos hacia swaps, cuya rentabilidad resultaba equivalente a la del mercado interbancario<sup>(7)</sup>, ya que, por una parte, los depósitos en divisas de no residentes estaban exentos de coeficiente de caja, y, por otra, en ausencia de restricciones a este tipo de entradas, el descuento a plazo de la peseta traducía el diferencial de intereses entre la moneda española y la divisa de denominación del depósito (ver gráficos 6 y 7)<sup>(8)</sup>.

De esta forma, el tipo de interés implícito de los swap se convirtió, por razones de arbitraje, en el tipo de interés externo de la peseta para la oferta de no residentes y la demanda de las entidades de crédito residentes, alternativo al del mercado interbancario.

El intenso desarrollo de esta operativa llevó al Banco de España a imponer, a partir de la segunda mitad de 1987, restricciones sobre el endeudamiento en moneda extranjera de las entidades residentes,

---

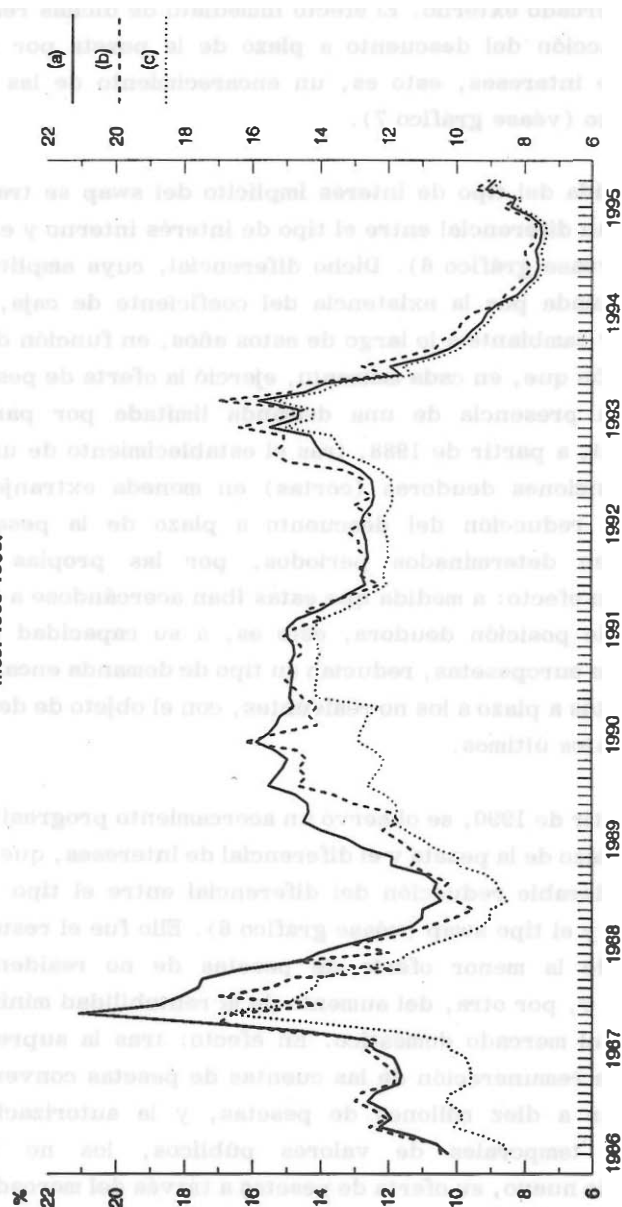
<sup>6</sup> Hay que señalar que incluso durante cierto período sus colocaciones en pesetas a través del mercado monetario quedaron exentas de remuneración, ante la prohibición, por un lado, de pagar intereses sobre las cuentas de pesetas con saldo superior a diez millones de pesetas, y, por otro, de realizar operaciones de compraventa a plazo o con pacto de recompra de valores públicos.

<sup>7</sup> No obstante, hay que señalar que el obligado desplazamiento de los no residentes hacia esta operativa, y la utilización, paralela, de esta vía por parte de las entidades como medio de obtención de financiación en pesetas, exenta de coeficiente de caja, determinó que el tipo de interés implícito swap fuese ligeramente inferior al tipo interbancario.

<sup>8</sup> Asimismo, habría que señalar que, en el caso de las inversiones en swaps, el efecto de la retención fiscal sobre la rentabilidad era menor, dado que solo repercutía sobre uno de los componentes del tipo implícito swap: el depósito en divisas.

Gráfico 6

**Evolución de los tipos de interés de la peseta en el mercado interno y en el euromercado a un mes: 1986-1995.**



Fuente: Banco de España.

- (a) Tipo Interbancario de oferta. Entidad residente: coste alternativo de financiación.
- (b) Tipo implícito del swap, calculado como la suma del tipo de interés del dólar y el descuento a plazo de la peseta.
- (c) Tipo Interbancario de oferta, menos el coeficiente de caja vigente en cada momento. Rentabilidad de inversión en depósitos de no residentes.



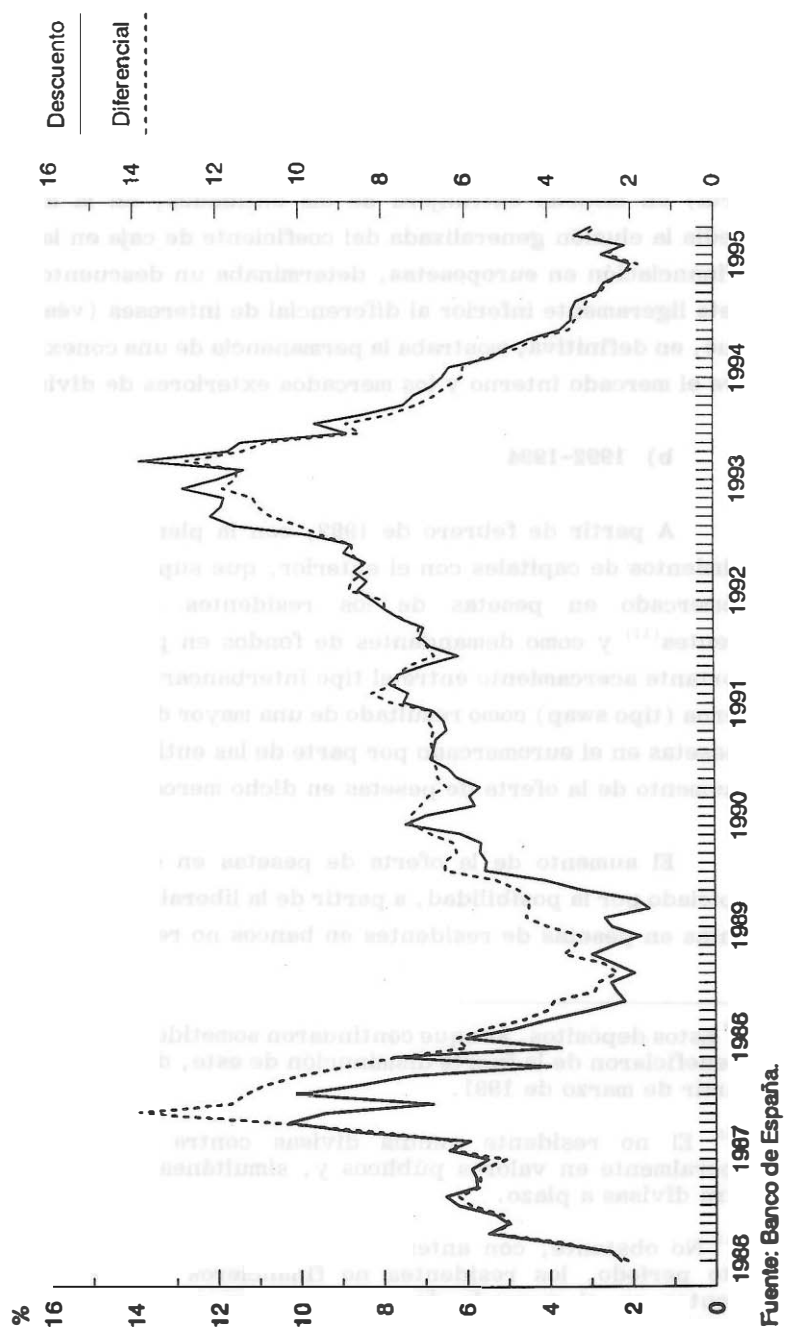
tendientes a restringir la captación de liquidez en pesetas por parte de estas en el mercado externo. El efecto inmediato de dichas restricciones fue una reducción del descuento a plazo de la peseta por debajo del diferencial de intereses, esto es, un encarecimiento de las ventas de pesetas a plazo (véase gráfico 7).

La caída del tipo de interés implícito del swap se tradujo en la aparición de un diferencial entre el tipo de interés interno y el tipo de la europeseta (véase gráfico 6). Dicho diferencial, cuya amplitud máxima venía determinada por la existencia del coeficiente de caja, tuvo una evolución muy cambiante a lo largo de estos años, en función de la mayor o menor presión que, en cada momento, ejerció la oferta de pesetas de no residentes en presencia de una demanda limitada por parte de las entidades. Así, a partir de 1988, tras el establecimiento de unos límites sobre las posiciones deudoras (cortas) en moneda extranjera de las entidades, la reducción del descuento a plazo de la peseta estuvo propiciada, en determinados períodos, por las propias entidades residentes. En efecto: a medida que estas iban acercándose a sus límites de consumo de posición deudora, esto es, a su capacidad máxima de financiación en europesetas, reducían su tipo de demanda encareciendo la venta de pesetas a plazo a los no residentes, con el objeto de desestimar la oferta de estos últimos.

A partir de 1990, se observó un acercamiento progresivo entre el descuento a plazo de la peseta y el diferencial de intereses, que se tradujo en una considerable reducción del diferencial entre el tipo de interés interbancario y el tipo swap (véase gráfico 6). Ello fue el resultado, por una parte, de la menor oferta de pesetas de no residentes en el euromercado, y, por otra, del aumento de la rentabilidad mínima exigida por estos en el mercado doméstico. En efecto: tras la supresión de la prohibición de remuneración de las cuentas de pesetas convertibles con saldo superior a diez millones de pesetas, y la autorización de las adquisiciones temporales de valores públicos, los no residentes canalizaron, de nuevo, su oferta de pesetas a través del mercado interno,

**Descuento de la peseta y diferencial de tipos de  
interés a un mes respecto al dólar:  
1986-1995.**

Gráfico 7



vía depósitos de pesetas convertibles<sup>(9)</sup> y operaciones repos con valores públicos, cuya rentabilidad, exenta de riesgo de cambio<sup>(10)</sup>, pasó a ser superior a la del mercado externo, especialmente, en el caso de los repos.

No obstante, la vigencia del límite sobre la posición deudora (corta) en moneda extranjera de las entidades, en la medida en que impedía la elusión generalizada del coeficiente de caja en las operaciones de financiación en europesetas, determinaba un descuento a plazo de la peseta ligeramente inferior al diferencial de intereses (véase gráfico 7), lo que, en definitiva, mostraba la permanencia de una conexión incompleta entre el mercado interno y los mercados exteriores de divisas.

#### **b) 1992-1994**

A partir de febrero de 1992, con la plena liberalización de los movimientos de capitales con el exterior, que supuso la incorporación al euromercado en pesetas de los residentes no financieros, como oferentes<sup>(11)</sup> y como demandantes de fondos en pesetas, se produjo un importante acercamiento entre el tipo interbancario y el tipo de la peseta externa (tipo swap) como resultado de una mayor demanda de financiación en pesetas en el euromercado por parte de las entidades residentes, y de un aumento de la oferta de pesetas en dicho mercado.

El aumento de la oferta de pesetas en el euromercado estuvo propiciado por la posibilidad, a partir de la liberalización, de apertura de cuentas en pesetas de residentes en bancos no residentes. Ello permitía

---

<sup>9</sup> Estos depósitos, aunque continuaron sometidos al coeficiente de caja, se beneficiaron de la fuerte disminución de este, desde el 17% hasta el 5%, a partir de marzo de 1991.

<sup>10</sup> El no residente vendía divisas contra pesetas que invertía temporalmente en valores públicos y, simultáneamente, vendía pesetas contra divisas a plazo.

<sup>11</sup> No obstante, con anterioridad a la plena liberalización, durante cierto período, los residentes no financieros también actuaron como oferentes en el mercado de eurodepósitos en pesetas, a través del mantenimiento de depósitos en divisas en bancos residentes, autorizado en abril de 1991.

obtener una remuneración más elevada, tanto por la ausencia de retención fiscal, en algunos países, sobre los depósitos de no residentes, como por la posibilidad de eludir el coeficiente de caja, mediante la recolocación de dichas pesetas en España, por parte de la banca no residente, vía swap.

El mayor montante de pesetas disponible en el euromercado fue aprovechado por las entidades residentes para obtener liquidez en pesetas exenta de coeficiente de caja, a través de la utilización de su endeudamiento en divisas con no residentes en la concesión de créditos en moneda extranjera a corto plazo a residentes, operación liberalizada en febrero de 1992.

El resultado conjunto de ambos movimientos de entradas y de salidas de capitales determinó un considerable acercamiento entre el tipo interbancario interno y el tipo swap propiciado, fundamentalmente, por la presión al alza que sobre este último ejerció la demanda de financiación en pesetas de las entidades residentes.

Dicha presión se agudizó enormemente a partir de la segunda mitad de 1992, cuando la creciente inestabilidad del tipo de cambio de la peseta, en un contexto de crisis generalizada en los mercados financieros y cambiarios europeos, modificó de forma drástica el signo de los movimientos de capital con el exterior que, a diferencia del período anterior, pasaron a estar dominados por las salidas de capital a corto plazo. Estas salidas de capital, cuyo objetivo era la obtención de ganancias de capital derivadas de la depreciación de la peseta, revistieron la forma de toma de posiciones acreedoras (largas) en moneda extranjera a plazo por parte de no residentes, mediante la contratación de préstamos en pesetas a muy corto plazo financiados vía swap: en el mercado de contado, el no residente compraba divisas contra pesetas y, paralelamente, vendía dichas divisas en el contado y las recompraba a plazo.

Estas operaciones se traducían en la toma de posiciones deudoras (cortas) de divisas a plazo por parte de las entidades residentes. La misma razón que inducía a los no residentes a asumir posiciones vendedoras de pesetas a plazo llevaba a las entidades residentes a cubrir

sus posiciones deudoras (cortas) de divisas a plazo a través de la toma de depósitos en pesetas a plazo en el euromercado y su venta contra divisas en el mercado de contado.

Dado que el aumento de la demanda de pesetas en el euromercado fue muy superior a la oferta, derivada de la deslocalización de depósitos de residentes, se produjo un fuerte incremento en el tipo de interés implícito swap que, a diferencia de períodos anteriores, se situó por encima del interbancario interno (véase gráfico 6). Este repunte de la rentabilidad swap, que reflejaba el fuerte aumento del descuento a plazo de la peseta, ante la presión vendedora de moneda nacional, tanto en el contado como en el plazo, se frenó cuando el Banco de España impuso, con carácter excepcional y por un período de tiempo muy breve, un gravamen sobre ciertas operaciones de financiación en pesetas a no residentes a través del mercado interno<sup>(12)</sup>, con el propósito de limitar la especulación en contra de la peseta.

En este contexto, las operaciones de arbitraje se canalizaron a través del mercado externo a iniciativa de dos tipos de agentes: las sucursales exteriores de las entidades de crédito residentes, y las instituciones no financieras españolas, las cuales nutrieron la oferta de pesetas en el euromercado a través de la deslocalización de depósitos en pesetas y de la venta temporal de activos en pesetas por moneda extranjera.

Como resultado de ello, el descuento a plazo de la peseta fue aproximándose al diferencial de intereses, observándose una disminución del tipo de interés externo de la peseta y, por tanto, una reducción del diferencial con el tipo interbancario interno, en especial, tras la segunda devaluación de la peseta y la supresión de las restricciones anteriores.

Sin embargo, entre los meses de enero y agosto de 1993, la aparición de tensiones cambiarias recurrentes provocó una elevación de los tipos de interés a corto plazo, lo que, en un contexto de deterioro de

---

<sup>12</sup> Las operaciones afectadas fueron la venta de divisas a plazo y los préstamos en pesetas vía swap a muy corto plazo.

la actividad económica, fomentó las expectativas bajistas sobre los tipos de interés. Ello indujo una elevada adquisición de valores públicos a medio y largo plazo por parte de los no residentes para aprovechar el aumento esperado de su valor de mercado. Una parte muy importante de dichas compras por no residentes se realizó con cobertura de riesgo de cambio, esto es, se financió en el mercado interno, a la vez que a través del mercado a plazo formalizaron un compromiso de venta de pesetas. De nuevo, la cobertura de las posiciones deudoras (cortas) de divisas a plazo de las entidades se tradujo en un aumento del descuento de la peseta por encima del diferencial de intereses, y, por tanto, en una rentabilidad swap mayor a la del interbancario interno. Dicha divergencia entre el tipo implícito del swap y el tipo de oferta de la peseta fue mayor en el mercado interno que en el euromercado, dado que, en este último mercado, la oferta de pesetas fue superior, como resultado del proceso de deslocalización de depósitos en pesetas de residentes.

Posteriormente, una vez que se fue recuperando la estabilidad cambiaria, tras la ampliación de los límites de intervención obligatoria del mecanismo de cambios del SME, el descuento de la peseta se igualó al diferencial de intereses, al tiempo que la rentabilidad de la peseta externa fue acercándose al tipo de interés interbancario interno. En los primeros meses de 1995, la reaparición de tensiones cambiarias recurrentes se tradujo en un nuevo desalineamiento entre el tipo de interés interno y el tipo de la europeseta.

### **c) Algunas conclusiones**

La evolución descrita del tipo de interés de la peseta externa y su comportamiento diferencial con respecto al tipo de interés interno señalan que el mayor o menor grado de conexión entre el mercado interno y el sector exterior no solo han dependido de la existencia de controles de cambios, sino también de otros factores de carácter coyuntural que, a través de su incidencia sobre determinados movimientos de capital, en ocasiones, han favorecido, y, en otras, obstaculizado, dicha integración.

En el periodo comprendido entre los años 1987 y 1991, el mantenimiento de un régimen de control de cambios asimétrico, junto con

la elevada rentabilidad de los activos denominados en pesetas, determinó que los flujos de capital entre ambos mercados se produjesen en una sola dirección, concentrándose toda la actividad financiera en pesetas en el mercado interno. Adicionalmente, la introducción de ciertas restricciones sobre el mercado de depósitos de no residentes, que compartimentó totalmente los mercados interno y externo de depósitos en pesetas, desplazó la práctica totalidad de las operaciones de arbitraje entre ambos mercados hacia el mercado de divisas a plazo.

En este sentido, si bien durante estos años el diferencial entre el mercado doméstico y el euromercado estuvo vinculado, principalmente, a las restricciones de control de cambios vigentes, en determinados momentos se observó que, aun en presencia de límites al endeudamiento en moneda extranjera de las entidades residentes, el descuento a plazo de la peseta traducía el diferencial de intereses. Ello, fundamentalmente, reflejaba la apertura de vías alternativas de inversión en pesetas de los no residentes, pero también puso de manifiesto el manejo del descuento a plazo de la peseta por parte de ciertas entidades residentes, con el fin de aprovechar la financiación en pesetas de no residentes, interfiriendo, con ello, no solo en el proceso de generación de liquidez, sino también en la capacidad del Banco de España para influir en dicha variable a través de las operaciones de intervención en el mercado monetario.

Por otra parte, la existencia en este periodo de una dirección única y de una sola vía de conexión de los flujos de capital con el exterior determinó que el comportamiento de los agentes incidiera, en mayor medida, sobre los tipos de interés, provocando, con ello, ampliaciones importantes en el diferencial entre el tipo interno y el externo.

En definitiva, durante estos años, se puso de manifiesto que el mantenimiento de controles de cambios sobre determinados flujos de capital proporcionó a las autoridades monetarias una capacidad de control mayor del efecto que sobre la liquidez se derivaba de las operaciones de arbitraje entre el mercado interno y el externo, pero se evidenció que, cuando existen factores suficientemente intensos en favor de la toma de determinadas posiciones, resulta prácticamente imposible evitar la conexión entre ambos mercados. Este último fenómeno fue especialmente

relevante durante los últimos meses de 1992, cuando, con ocasión de la crisis cambiaria del SME, se introdujeron excepcionalmente unas medidas temporales penalizadoras sobre determinados movimientos de capital, cuya efectividad resultó ser rápidamente decreciente con el tiempo.

Por otra parte, la apertura del diferencial entre el tipo de interés interno y el externo en los primeros meses de 1993 evidenció que la eliminación de los controles de cambios no constituye una garantía absoluta de la conexión perfecta entre el mercado interno y el euromercado. En un contexto de total integración entre los mercados, en ocasiones, resulta imposible acomodar las posiciones financieras deseadas en una moneda mediante movimientos compensatorios de la oferta o demanda internas, con lo que se producen desajustes entre el nivel de los tipos de interés interno y externo.

### **III.2 El mercado de deuda pública**

Con anterioridad a 1987, las inversiones extranjeras en valores públicos fueron muy poco significativas, como consecuencia, por un lado, de la escasez de emisiones a precios de mercado, y, por otro, de la inexistencia de un mercado secundario de deuda pública, líquido y fluido. Sin embargo, a partir de dicho año, la cartera de deuda pública en poder de no residentes fue cobrando un peso creciente, vinculado, por una parte, a la mayor transparencia y liquidez de los mercados de deuda, tras la entrada en vigor del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado (SACDE), y, por otra parte, a la rentabilidad diferencial ofrecida por estos títulos frente a otros activos denominados en moneda extranjera.

Hasta 1989, una parte importante de las tenencias de valores públicos de no residentes se materializó en letras del Tesoro. El atractivo de estos valores frente a los bonos y obligaciones se veía reforzado, en primer lugar, por la prohibición de realizar operaciones de compraventa a plazo de valores públicos, y, en segundo lugar, porque los rendimientos de las letras, a diferencia de los derivados de los bonos y obligaciones, no estaban sometidos a retención fiscal.



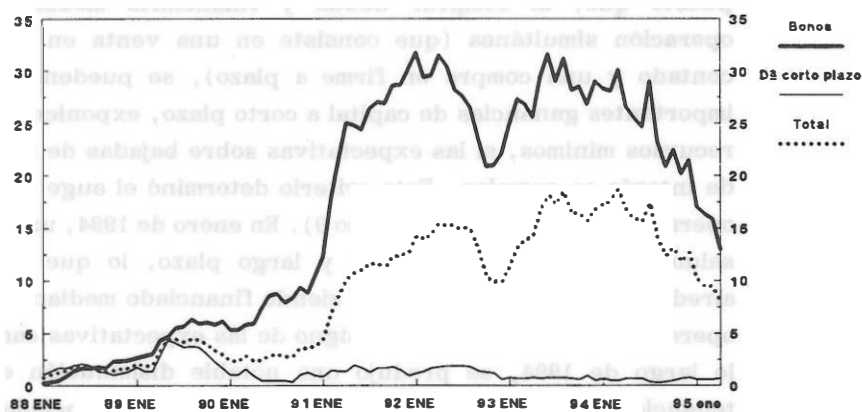
Posteriormente, una vez que se equiparó el tratamiento fiscal de todos los valores públicos, los no residentes concentraron sus preferencias en los valores a medio y largo plazo, observándose desde entonces un crecimiento ininterrumpido de las inversiones extranjeras en estos títulos. A finales de 1990, el 8% del saldo de deuda a medio y largo plazo estaba en manos de inversores no residentes. No obstante, es a partir de 1991 cuando, a raíz de la exención fiscal sobre los rendimientos de las inversiones extranjeras en deuda pública, las compras por no residentes de valores públicos registraron un crecimiento espectacular. A ello contribuyó, asimismo, la liberalización en 1991 de las operaciones a plazo con deuda de no residentes y el desarrollo posterior de los mercados de futuros y opciones.

Como se observa en el gráfico 8, las tenencias de deuda del Estado por parte de no residentes crecieron notablemente, aunque con algunos altibajos, entre 1991 y los primeros meses de 1994, hasta alcanzar, en su punto máximo (febrero de 1994), en torno al 18% del saldo vivo de deuda. En dicho punto, alrededor del 30% del saldo de deuda a medio y largo plazo estaba en manos de inversores extranjeros. En algunas emisiones relevantes de bonos y obligaciones, la participación de estos agentes superaba incluso el 50%. Posteriormente, ha tenido lugar un intenso proceso de desinversión, de manera que, en los primeros meses de 1995, solo el 8% del total de valores negociables emitidos por el Estado se hallaba en manos de no residentes, porcentaje que se elevaba al 13% si se consideraba solo la deuda a medio y largo plazo.

Estas cifras no tienen en cuenta las compras a plazo financiadas mediante operaciones simultáneas, que canalizaron un gran número de decisiones de inversión de los no residentes en 1993 [ver Quirós (1995)]. Dichas adquisiciones no suponen la aportación de fondos por parte de los inversores no residentes a la financiación del Estado. Por ello, a efectos del cálculo del crédito a las Administraciones Públicas, dichos valores no se contabilizan en las carteras de los inversores no residentes. Sin embargo, el signo y magnitud de estas operaciones proporcionan valiosa información sobre las expectativas de los agentes y sobre la situación del mercado de deuda:

**PARTICIPACIÓN DE LOS NO RESIDENTES  
EN LOS MERCADOS DE DEUDA**  
Cartera disponible. % sobre el saldo vivo

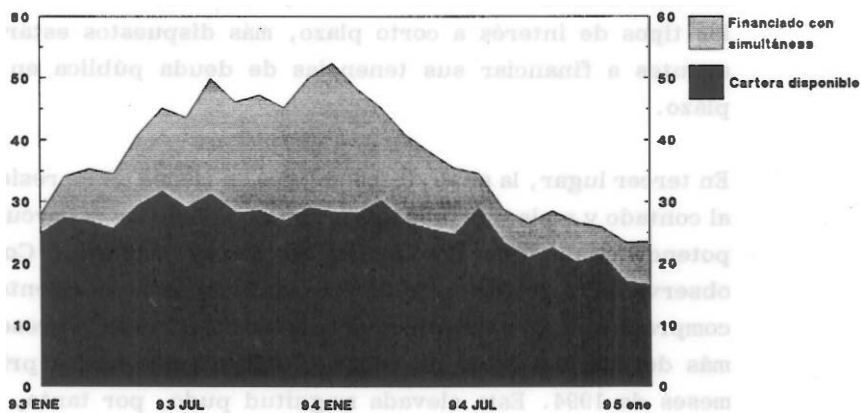
GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España.

**PARTICIPACION DE LOS NO RESIDENTES  
EN EL MERCADO DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO**  
Cartera a vencimiento. % sobre el saldo vivo

GRÁFICO 9



Fuente: Banco de España.

En primer lugar, la variación del saldo de estas operaciones ofrece una idea sobre las expectativas que los inversores no residentes tienen sobre la evolución de los tipos de interés, puesto que, al comprar deuda y financiarla mediante una operación simultánea (que consiste en una venta en firme al contado y una compra en firme a plazo), se pueden obtener importantes ganancias de capital a corto plazo, exponiendo unos recursos mínimos, si las expectativas sobre bajadas de los tipos de interés se cumplen. Este criterio determinó el auge de estas operaciones en 1993 (ver gráfico 9). En enero de 1994, un 24% del saldo vivo de deuda a medio y largo plazo, lo que suponía alrededor de 3.700 mm, estaba siendo financiado mediante estas operaciones. A medida que el signo de las expectativas cambió a lo largo de 1994, se produjo una notable disminución en las tenencias de deuda por parte de no residentes financiadas con operaciones simultáneas. A finales de 1994, menos del 5% del saldo vivo de bonos y obligaciones del Estado estaba siendo financiado mediante estas operaciones.

En segundo lugar, la compra de deuda en simultánea representa la financiación de un valor de largo plazo mediante el recurso al mercado monetario. En este sentido, cuanto menor sea el nivel de los tipos de interés a corto plazo, más dispuestos estarán los agentes a financiar sus tenencias de deuda pública en dicho plazo.

En tercer lugar, la suma de los valores en manos de no residentes al contado y a plazo ofrece una mejor medida de las repercusiones potenciales de una liquidación de dichas carteras. Como se observa en el gráfico 9, la cartera en firme de no residentes y la comprada a plazo mediante operaciones simultáneas representaba más del 50% del saldo de bonos y obligaciones en los primeros meses de 1994. Esta elevada magnitud pudo, por tanto, haber incidido en que la crisis internacional del mercado de bonos tuviera un mayor impacto en el mercado de deuda español, al realimentarse las expectativas de aumentos en los tipos de interés con la considerable presión bajista sobre los precios ejercida por

los no residentes, quienes, ante la creciente incertidumbre, optaron por liquidar sus posiciones, especialmente, a plazo<sup>(13)</sup>.

Por último, desde el punto de vista del tipo de cambio, la salida de no residentes del mercado de deuda no se tradujo, en su mayor parte, en una debilidad de la peseta. En efecto: dado que un porcentaje elevado de los saldos de deuda en poder de no residentes estaba financiado en pesetas, su liquidación no condujo a presiones bajistas sobre el tipo de cambio de la peseta.

La actividad de los no residentes en el mercado de deuda pública español en el transcurso de los dos últimos años ha llevado a cuestionarse el carácter de largo plazo de este tipo de inversiones. Quirós (1993) estimaba que alrededor de un 70% de las tenencias de deuda por parte de no residentes respondía a decisiones de inversión de largo plazo y, por tanto, gozaba de cierta estabilidad<sup>(14)</sup>. Sin embargo, como reconocen el propio Quirós y otros autores [Goldstein y Mussa (1993)], el hecho de que las carteras de los inversores institucionales se concentren en los segmentos de medio y largo plazo no impide que lleven a cabo una gestión activa de las mismas en la operativa diaria, lo que supone cambios rápidos y cuantiosos en su estructura de activos por plazos, instrumentos y monedas. Es decir, independientemente de que la cartera de activos de los inversores no residentes se concentre en valores de largo plazo, la gestión de la misma responde, en buena medida, a elementos de tipo especulativo, puesto que varía de acuerdo con las expectativas de tipo de cambio y de tipo de interés.

En este sentido, la elevada participación de los inversores no residentes en el mercado de deuda español y el mencionado componente especulativo han podido contribuir, junto a otros factores (crisis del SME

---

<sup>13</sup> En este sentido, hay que señalar que la cartera financiada mediante operaciones simultáneas es siempre más volátil, puesto que su objetivo es la mera obtención de ganancias de capital a corto plazo.

<sup>14</sup> Sin embargo, el saldo que presentaba la deuda a medio y largo plazo en manos de no residentes en su punto mínimo en los primeros meses de 1995 era, aproximadamente, el 45% de la cota máxima alcanzada en marzo de 1994.

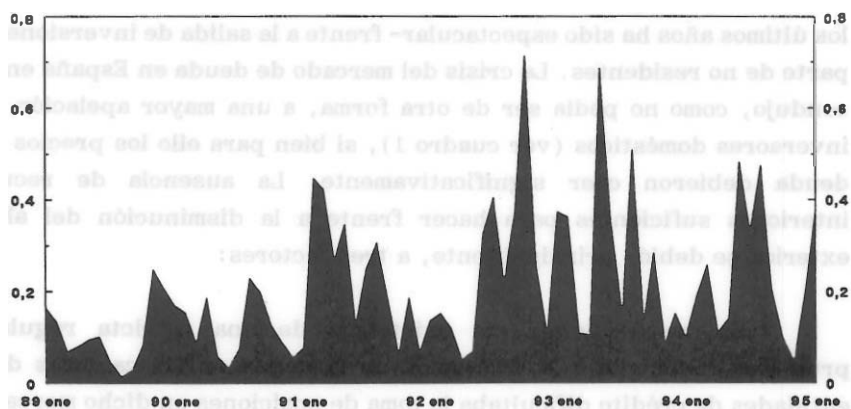
y de los mercados internacionales de bonos), a que, en ocasiones, el mercado registrara alteraciones bruscas y presentase una mayor volatilidad en los precios de los activos. Como se comprueba en el gráfico 10, la volatilidad en el mercado español de deuda a medio y largo plazo aumentó significativamente a partir de 1991, año en el que se liberalizó casi por completo la entrada de no residentes en los mercados de deuda.

No es difícil encontrar episodios de bruscas variaciones en los precios de la deuda, asociados al cambio de expectativas de los inversores no residentes en su búsqueda de beneficios a corto plazo. La agilidad en la entrada y salida del mercado de deuda por parte de los no residentes es muy superior a la de los inversores domésticos, de forma que aquellos muestran una elevada rotación de cartera. Así, en 1993, las expectativas de descensos en los tipos de interés incentivaron masivas compras de bonos por parte de no residentes, que impulsaron el aumento de los precios de la deuda a medio y largo plazo. Por el contrario, en 1994, el aumento de los tipos de interés en dichos tramos en otros mercados mundiales se extendió al mercado de deuda español, devolviéndolo a los niveles de tipos de interés negociados a mediados de 1993. La crisis del mercado de bonos tuvo un impacto mayor en el mercado español que en otros países, de forma que el diferencial de tipos de interés a largo plazo con el exterior aumentó significativamente en 1994<sup>(15)</sup>.

---

<sup>15</sup> Entre las causas del peor comportamiento del mercado de bonos español, se han citado: el deterioro de las perspectivas de inflación, como consecuencia de la esperada recuperación de la demanda y de la insuficiente corrección de la inflación en la pasada recesión; la mayor probabilidad de una depreciación de la peseta, dada la amplitud de las actuales bandas de fluctuación en el SME; el aumento de la prima de riesgo de los pasivos emitidos por las AAPP, como consecuencia del fuerte aumento de las necesidades de endeudamiento en los últimos años y de la prohibición de la financiación monetaria de los déficit públicos. El agotamiento de las expectativas de bajadas de tipos de interés y, por tanto, la desaparición del margen anteriormente existente para la obtención de ganancias de capital, condujeron, asimismo, a una fuerte presión vendedora por parte de los no residentes. Por último, la propia percepción de que los tipos de interés se mueven de forma brusca conduce a que los inversores exijan una prima de riesgo más elevada, con lo que el mercado de deuda se equilibra a un tipo de interés más alto.

**VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS DE DEUDA**  
**Desviación estándar mensual del rendimiento**  
**de los bonos a tres años**



Fuente: Banco de España.

Los importantes cambios en los precios de los bonos, ante los cambios de la demanda, contrastan con el papel compensador que, a primera vista, se esperaba que desempeñaran el sector privado no financiero y, en particular, los fondos de inversión -cuyo crecimiento en los últimos años ha sido espectacular- frente a la salida de inversiones por parte de no residentes. La crisis del mercado de deuda en España en 1994 condujo, como no podía ser de otra forma, a una mayor apelación a los inversores domésticos (ver cuadro 1), si bien para ello los precios de la deuda debieron caer significativamente. La ausencia de recursos interiores suficientes para hacer frente a la disminución del ahorro exterior se debió, principalmente, a tres factores:

En primer lugar, la existencia de una estricta regulación prudencial respecto a la valoración de la deuda en las carteras de las entidades de crédito dificultaba la toma de posiciones en dicho mercado si la tendencia de los tipos de interés no era claramente bajista. Al reducir el papel compensador que estas entidades podrían desempeñar, se reducía la profundidad del mercado y aumentaba la probabilidad de que se registraran bruscas alteraciones en los tipos de interés<sup>(16)</sup>.

En segundo lugar, la aparición de pérdidas de capital en los fondos de inversión de medio y largo plazo, tras el aumento de los tipos de interés y el mantenimiento de un clima de incertidumbre sobre la rentabilidad futura de los mismos, condujo a muchos clientes a liquidar sus posiciones, al tiempo que paralizó nuevas compras, lo que limitó el poder de estos para contrarrestar dichos movimientos bajistas e, incluso, acentuó la corriente vendedora existente.

Por último, el insuficiente papel compensador desempeñado por los inversores domésticos estuvo en parte determinado por el fuerte aumento registrado por las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas en los últimos años, que, por un lado, absorbe una mayor oferta

---

<sup>16</sup> En septiembre de 1994, dicha normativa se suavizó con el fin de reducir el impacto de la crisis del mercado de bonos sobre las cuentas de resultados de las entidades de crédito y de incentivar la inversión en deuda por parte de las mismas.

## CUADRO 1

PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO POR AGENTES  
(saldos en firme)

	VARIACIONES (mm)		SALDOS (%)		
	ene 91-mar 94	abr 94- abr 95	dic 90	mar 94	abr 95
	-----	-----	-----	-----	-----
<b>TOTAL</b>	10804	424	100	100	100
<b>No residentes</b>	4125	-2571	11	30	13
<b>Residentes</b>	6679	2995	89	70	87
Familias y empresas	1582	1098	52	26	32
Fondos de inversión, compañías de seguro y otras instituciones financieras	2242	770	13	18	23
Sistema crediticio	2676	1002	19	23	29
Resto	179	125	6	3	4

Fuente: Banco de España.



de ahorro, y, por otro, presiona al alza sobre los tipos de interés y genera una mayor incertidumbre sobre el nivel futuro de los mismos.

En suma, las tenencias de deuda pública a medio y largo plazo se guían, mayoritariamente, por criterios de corto plazo, lo que se ha puesto en evidencia en el caso de los inversores no residentes, las economías domésticas y los fondos de inversión. Por el contrario, las compañías de seguro y los fondos de pensiones, que en otros países han contribuido de manera decisiva a la amplitud de los mercados de bonos, desempeñan todavía un papel poco relevante en el mercado español: en 1993, por ejemplo, menos del 10% del saldo vivo de deuda a medio y largo plazo estaba en manos de las empresas de seguros.

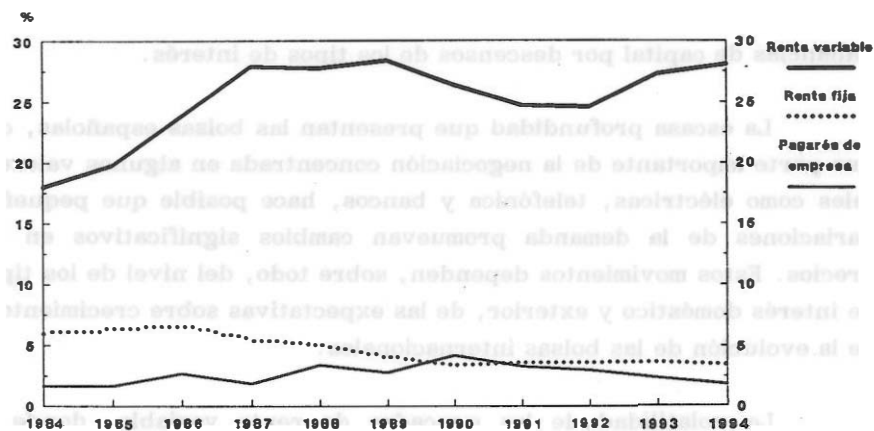
### **III.3 Los mercados privados de renta fija y variable**

Como se observa en el gráfico 11, desde 1986 la participación de los inversores no residentes en los mercados de valores privados creció de forma notable. Dichas inversiones extranjeras se materializaron, fundamentalmente, en valores de renta variable, ante la inexistencia de un mercado desarrollado de títulos privados de renta fija. En el período 1986-1989, el saldo vivo de obligaciones emitidas por las empresas no financieras solo supuso alrededor del 5% del total de pasivos financieros del sector, que equivalía a un porcentaje similar en términos del PIB. Los valores de renta variable en los balances de las empresas no financieras eran mucho más importantes, puesto que representaban más del 25% del total de pasivos del sector. En el período 1986-1989, prácticamente, la mitad del total de entradas de capital exterior correspondió a compras de valores de renta variable, mientras que la adquisición de obligaciones privadas y valores públicos por parte de no residentes solo supuso un 2% y un 6%, respectivamente, del total registrado en dicho período.

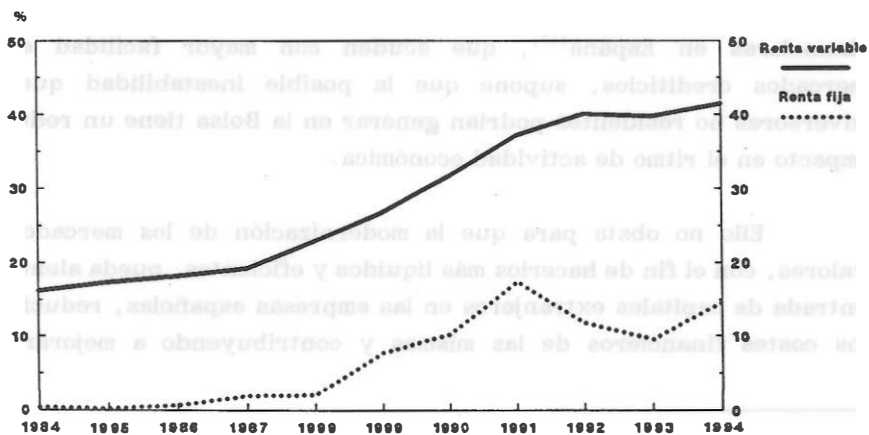
No obstante, la inversión en valores de renta variable ha mostrado, en su conjunto, importantes fluctuaciones y cambios de composición, vinculados, por un lado, a las crisis bursátiles de octubre de 1987 y septiembre de 1989, y, por otro, a su elevado grado de sustitución con otros activos denominados en pesetas. A partir de 1990,

GRÁFICO 11

**VALORES PRIVADOS**  
**PARTICIPACIÓN POR INSTRUMENTOS EN EL TOTAL**  
**DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS**



**PARTICIPACIÓN DE LOS NO RESIDENTES**  
**EN EL SALDO VIVO DE CADA INSTRUMENTO**



Fuente: Banco de España.

este tipo de inversión mostró un estancamiento, ligado a la mayor preferencia de los no residentes por los valores públicos, los cuales, una vez eliminadas las restricciones para realizar operaciones temporales, gozaron de una elevada rentabilidad diferencial ante las expectativas de ganancias de capital por descensos de los tipos de interés.

La escasa profundidad que presentan las bolsas españolas, con una parte importante de la negociación concentrada en algunos valores, tales como eléctricas, telefónica y bancos, hace posible que pequeñas variaciones de la demanda promuevan cambios significativos en los precios. Estos movimientos dependen, sobre todo, del nivel de los tipos de interés doméstico y exterior, de las expectativas sobre crecimiento y de la evolución de las bolsas internacionales.

La volatilidad de los mercados de renta variable, donde el inversor conoce de antemano la liquidez relativamente reducida de sus tenencias y cuya evolución está relativamente desligada del establecimiento de otros precios y tipos de interés en los mercados financieros, hace que los eventuales efectos negativos derivados de la participación de los no residentes en este mercado sean menores que en el caso del mercado de deuda. Asimismo, la escasa importancia del mercado bursátil en las decisiones de inversión de la mayoría de las empresas no financieras en España<sup>(17)</sup>, que acuden con mayor facilidad a los mercados crediticios, supone que la posible inestabilidad que los inversores no residentes podrían generar en la Bolsa tiene un reducido impacto en el ritmo de actividad económica.

Ello no obsta para que la modernización de los mercados de valores, con el fin de hacerlos más líquidos y eficientes, pueda alentar la entrada de capitales extranjeros en las empresas españolas, reduciendo los costes financieros de las mismas y contribuyendo a mejorar sus

---

<sup>17</sup> Entre 1991 y 1994, solo el 20% de los recursos financieros de las empresas procedió de la emisión de valores de renta variable. De ellos, aproximadamente una quinta parte correspondió a emisiones de acciones cotizadas en Bolsa con aportación de fondos. Es decir, menos del 4% de los pasivos financieros emitidos por las empresas no financieras en los últimos años tuvo lugar en Bolsa.

estructuras productivas. En este sentido, la reforma del mercado de valores, que tuvo lugar en 1989, ha supuesto una mejora apreciable de los sistemas de negociación y liquidación de la bolsa española, haciéndola más atractiva a las empresas y a los inversores particulares. En 1994, las tenencias de activos de renta variable por parte de no residentes en empresas no financieras se elevaron al 40% del saldo vivo de dichos valores, porcentaje que puede ser superior en el caso de las acciones que cotizaban en Bolsa. Por su parte, el volumen de contratación ha aumentado notablemente en los últimos años, de manera que, en 1994, la negociación ha supuesto más del 14% del PIB (8,5% del PIB en 1991). En términos de liquidez, también se ha registrado un avance significativo: en 1994 la ratio contratación/capitalización se elevó a un 60%, frente a un 39% en 1991.

Las tenencias por parte de no residentes en los mercados de renta fija privados no representan una cuantía importante. Alrededor de un 15% de dichos pasivos se halla en manos de no residentes (ver gráfico 11), si bien la renta fija solo supone el 4% del total de pasivos empresariales. En 1991, se estableció un mercado de valores privados por parte de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), cuya importancia ha ido aumentando en los últimos años. Sin embargo, las cifras de negociación en este mercado se mantienen en unos niveles relativamente modestos.

#### **IV.      IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA MONETARIA**

Los procesos de desregulación financiera y de liberalización de los movimientos de capital han tenido importantes consecuencias sobre la política monetaria en España, que no solo ha tenido que ir adaptando su diseño a los cambios en la estructura financiera de la economía, sino que, además, ha visto, en parte, reducida su eficacia. En efecto: como se verá a continuación, la capacidad de las autoridades monetarias para incidir en la evolución de variables financieras básicas de la economía -tales como el tipo de cambio y los tipos de interés a medio y largo plazo- mediante la fijación de los tipos de interés a corto plazo, se ha visto en buena parte mermada y, con ello, el planteamiento de una estrategia antiinflacionista

se ha hecho mucho más complejo. Sin embargo, en contrapartida, la liberalización financiera ha propiciado una conexión más rápida y directa entre los distintos mercados domésticos, de forma que las modificaciones en los tipos de intervención del Banco de España se transmiten con mayor celeridad e intensidad al conjunto de los mercados financieros nacionales.

#### **IV.1 Efectos sobre el diseño y la instrumentación de la política monetaria**

Hasta mediados de la década de los ochenta, la estricta regulación de control de cambios sobre las operaciones con el exterior, que impedía la conexión regular entre el mercado interno y los mercados exteriores, facilitó el diseño de una política monetaria centrada en el control a corto plazo de la cantidad de dinero, a través del manejo de los activos de caja del sistema bancario.

Sin embargo, este esquema de control monetario se complicó notablemente a partir de la segunda mitad de la década de los ochenta, ante las modificaciones en el entorno económico y financiero en el cual se desenvolvían las actuaciones del Banco de España. En buena medida, esto se asociaba, directamente, a la mayor integración financiera de la economía española. En efecto: la progresiva liberalización de la operativa en moneda extranjera de las entidades de crédito residentes, en un contexto de apertura creciente al exterior, fue reduciendo, de forma progresiva, la capacidad de control de las autoridades monetarias sobre las operaciones entre residentes y no residentes, incrementando, con ello, el carácter autónomo del sector exterior en la generación de liquidez.

La aparición de activos financieros exentos del coeficiente de caja no solo restó eficacia al papel de dicho coeficiente como herramienta de control monetario, sino que, además, incentivó la entrada de fuertes volúmenes de capital que, en ocasiones, dificultaron enormemente el control de la liquidez y el seguimiento de las referencias cambiarias. Ello requirió, por un lado, la introducción de ciertas limitaciones de control de cambios, en la medida en que los acuerdos con la UE lo permitían, y, por otro, intervenciones compradoras de divisas del Banco de España en el mercado de contado. Además, el tipo de cambio de la peseta fue

adquiriendo una importancia creciente en el esquema de instrumentación de la política monetaria.

El protagonismo del tipo de cambio en la determinación de las tendencias inflacionistas, tras el fin del sistema internacional de tipos de cambio fijos en los años setenta, la liberalización progresiva de los movimientos de capital a lo largo de la década de los ochenta y, sobre todo, tras el aumento en la apertura comercial frente al exterior, fue aprovechado en algunos países para aumentar la eficacia de la política monetaria. Esta estrategia no fue independiente del sistema de tipo de cambio elegido: en aquellos países con un tipo de cambio flotante, la instrumentación de una política monetaria restrictiva pudo contribuir a la reducción de la inflación merced a la apreciación de la moneda y la reducción relativa consiguiente de los precios de los bienes importados. En los países con un sistema de tipos de cambio fijos, o ajustables dentro de unos márgenes estrechos, la política monetaria trató de reducir los costes reales de doblegar la inflación mediante la importación de credibilidad del país ancla del área, de manera que el mantenimiento de un cierto nivel del tipo de cambio disciplinara la evolución de los costes y las expectativas de los agentes.

La integración de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, en junio de 1989, supuso un intento de aproximación a esta última estrategia. A partir de entonces, el tipo de cambio de la peseta pasó a ser un compromiso explícito más vinculante, con lo que las restricciones al margen de autonomía de la política monetaria quedaron más claramente de manifiesto. En este contexto, el esquema de instrumentación de la política monetaria se centró, de forma progresiva, en asegurar un grado de fluctuación reducido de los tipos de interés a corto plazo. No obstante, los objetivos de cantidad de dinero continuaron desempeñando un papel de referencia muy importante, a pesar de que la mayor integración de los mercados financieros nacionales, junto con los procesos de innovación financiera, erosionaba, cada vez más, la capacidad para interpretar la naturaleza de los movimientos de los agregados monetarios.

La adopción de los nuevos compromisos cambiarios, tras delimitar el área de recorrido de la moneda española, restó virulencia a los episodios

de entradas masivas de capitales. Sin embargo, la compatibilización de los objetivos interno y externo de la política monetaria requirió la instrumentación de operaciones de esterilización en el mercado monetario, con el fin de contrarrestar los efectos expansivos que se derivaban de las intervenciones en el mercado de divisas, y, con ello, incidir lo menos posible sobre el nivel deseado de los tipos de interés internos.

Las dificultades hasta aquí señaladas se agudizaron notablemente con la crisis del SME en un entorno de plena liberalización de los movimientos de capital desde febrero de 1992. Las nuevas posibilidades de inversión de los residentes no financieros, además de reforzar la pérdida de protagonismo del coeficiente de caja y de disminuir la capacidad informativa de los agregados monetarios, posibilitaron la puesta a disposición del mercado externo de un volumen importante de fondos en pesetas, susceptible de utilización en caso de fuerte demanda, normalmente desatada en situaciones especulativas. La experiencia de dicha crisis mostró que, en ausencia de controles de cambios, la falta de credibilidad en el objetivo de estabilidad cambiaria dificulta enormemente el mantenimiento de tipos de cambio fijos pero ajustables<sup>(18)</sup>.

La ampliación de las bandas de fluctuación del SME, acordada en agosto de 1993, contribuyó a suavizar dicho dilema, dotando de mayor flexibilidad a los tipos de cambio. Sin embargo, la adopción de este régimen cambiario más flexible, que hacía evidente la dificultad de perseguir, en todo momento, un objetivo estricto de estabilidad cambiaria, y la falta de un indicador adecuado susceptible de ser utilizado como objetivo intermedio, condujeron a que el Banco de España diseñara, a finales de 1994, una nueva estrategia de política monetaria basada en el seguimiento directo de la inflación. Esta reorientación de la política monetaria no fue independiente de la nueva Ley de Autonomía del Banco de España (junio 1994), en la que se fijaba la consecución de la estabilidad de precios como el objetivo primordial del banco central. Esta nueva estrategia se ha concretado en el compromiso de reducir la inflación en los

---

<sup>18</sup> Como señalan Crockett (1993) y Borges (1993), la liberalización e integración financiera presionan a las autoridades para que clarifiquen la política de tipo de cambio deseada.

próximos años por debajo del 3% y de explicar de forma transparente las razones que subyacen tras las decisiones del Banco de España.

#### **IV.2 Efectos sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria**

La integración financiera ha afectado a la transmisión de la política monetaria, al alterar, por un lado, las relaciones que ligaban los tipos de interés a corto plazo con los tipos de cambio, los tipos bancarios y de la deuda, y, por otro, el vínculo de estos con la inflación (ver esquema 1). A continuación, se analiza el nuevo papel que desempeñan el tipo de cambio y los tipos de interés en la transmisión de la política monetaria. En todo caso, hay que señalar que este análisis se limita a evaluar cómo el proceso de integración financiera afecta a la transmisión de la política monetaria. Por tanto, en este trabajo no se realiza una valoración general del estado actual de los mecanismos de transmisión monetaria que, por otra parte, se ven influidos por factores distintos de los contemplados aquí.

##### **IV.2.1 El tipo de cambio**

En los últimos años, la influencia potencial del nivel del tipo de cambio en la evolución de la inflación se ha intensificado, como consecuencia de la mayor apertura comercial y de su creciente incidencia en la formación de las expectativas de los agentes<sup>(19)</sup>. Esto, en principio, aumentaría la capacidad de la política monetaria para incidir sobre la inflación, en la medida en que dicha política pudiera controlar la evolución del tipo de cambio.

Las variaciones del tipo de cambio afectan a la evolución de la inflación a través de diversos canales. En primer lugar, tienen un efecto directo sobre los precios de las importaciones, que puede trasladarse, total o parcialmente, a los precios interiores. En segundo lugar, las variaciones en la competitividad nominal de la economía inducidas por los

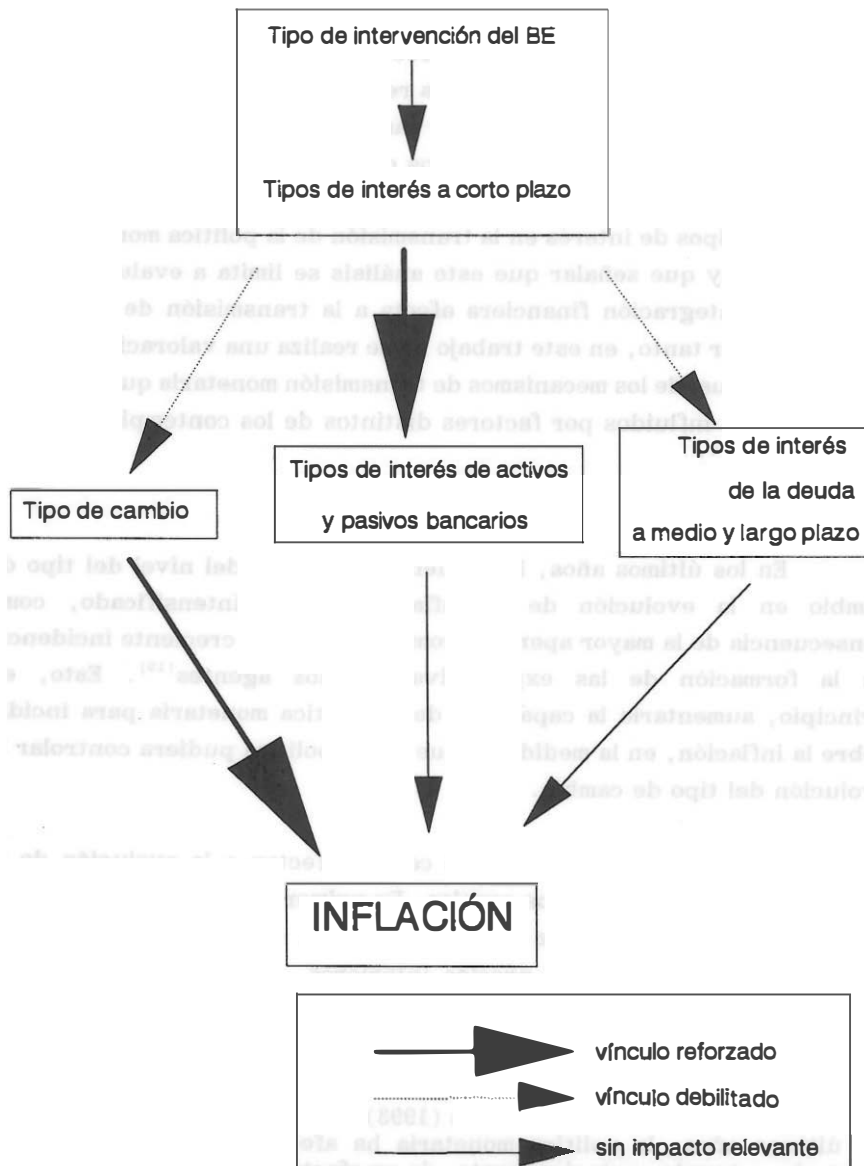
---

<sup>19</sup> Algunos autores, como Borges (1993), han llegado a afirmar que, en los últimos años, la política monetaria ha afectado a la marcha de la economía, a través, principalmente, de su efecto sobre el tipo de cambio.



Esquema 1

**EFFECTOS DE LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA SOBRE  
LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN  
DE LA POLÍTICA MONETARIA**



movimientos en el tipo de cambio suponen una modificación en el grado de disciplina con el que los agentes económicos establecen los precios de los bienes y de los factores: ante una apreciación de la moneda, se requiere, normalmente, una moderación de los márgenes empresariales y de los costes salariales para preservar la competitividad de la economía. Una depreciación, por el contrario, puede contribuir a acomodar presiones alcistas en la fijación de dichos precios. En tercer lugar, las variaciones del tipo de cambio constituyen un determinante fundamental de las expectativas de inflación de los agentes económicos, en la medida en que la estabilidad cambiaria se percibe como una condición necesaria para alcanzar la estabilidad de precios. Por último, hay que señalar que el impacto final de los movimientos en el tipo de cambio sobre la inflación depende, en buena parte, de la situación cíclica de la economía, pues esta afecta con intensidad a la transmisión de los precios de importación a los precios interiores y al comportamiento de los agentes económicos en cuanto a la fijación del coste de los factores productivos y de las expectativas de inflación.

Sin embargo, la utilización del tipo de cambio como un instrumento para reducir la inflación puede repercutir negativamente en el ritmo de crecimiento de la economía si esta no presenta, por un lado, un cierto grado de flexibilidad en la determinación de los precios de los bienes y factores en el conjunto de los sectores de la economía, y si, por otro lado, no existe una combinación adecuada de políticas económicas. En estos casos, la restricción que debe imponer la política monetaria para mantener la estabilidad cambiaria y doblegar la inflación resulta, en ocasiones, demasiado intensa, puesto que debe tratar de compensar la falta de colaboración de otras políticas y la rigidez nominal de la economía. Además, el peso de este ajuste antiinflacionista recae, fundamentalmente, sobre el sector de bienes comerciables, que ha de competir con precios exteriores estables en un entorno de insuficiente moderación de los costes interiores y de condiciones monetarias rigurosas. En última instancia, todo ello dificulta el seguimiento de un objetivo de estabilidad nominal, conduciendo al deterioro de la capacidad de financiación de la nación y a la pérdida de confianza en la estrategia planteada por las autoridades.

Asimismo, la eficacia del mecanismo de transmisión entre el tipo de cambio y la inflación, antes descrito, depende de la confianza que suscite el objetivo de estabilidad cambiaria. En ocasiones, en un entorno de incertidumbre se presentan situaciones en las que un mayor grado de restricción monetaria conduce a la depreciación de la moneda nacional. Esto se puso claramente de manifiesto con ocasión de la crisis cambiaria europea, que mostró, no solo las dificultades de instrumentación de la política monetaria y cambiaria, sino también la reducida capacidad de maniobra de los bancos centrales para hacer frente a ataques especulativos masivos a través de los instrumentos tradicionales a su disposición.

Así, para que el manejo de los tipos de interés resultara efectivo, era necesario mantener variaciones significativas de su nivel por un periodo suficientemente largo y, además, conseguir que estas fueran creíbles por el propio mercado. Por su parte, las intervenciones en el mercado de contado no pueden alcanzar la magnitud requerida para contrarrestar el enorme volumen de las posiciones que llegan a tomar los especuladores y, además, generan efectos adicionales no deseados sobre la liquidez y sobre los tipos de interés internos [ver Alejano (1994b)].

En este sentido, el funcionamiento libre de los mercados de divisas y su poder para determinar los tipos de cambio restan eficacia antiinflacionista a las medidas monetarias. En efecto: en la medida en que estas expectativas incorporen un elemento de autoconfirmación, pueden llegar a invalidar la vía de los tipos de interés para hacer frente a ataques especulativos. Además de deteriorar la eficacia de la política monetaria, las presiones especulativas sobre el tipo de cambio, en caso de tener éxito, pueden también afectar directamente a las tendencias inflacionistas, al conducir a una depreciación de la moneda nacional<sup>(20)</sup>.

---

<sup>20</sup> Por contra, el posible aumento de los tipos de interés a medio y largo plazo, derivado de esa pérdida de credibilidad, impondrá una restricción mayor en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, reprimiendo, parcialmente, las tensiones inflacionistas.

En definitiva, en la medida en que resulta imposible conocer con precisión el impacto de la variación de los tipos de interés sobre el tipo de cambio, la utilización de este último como instrumento de política económica con fines antiinflacionistas se ha visto limitada considerablemente. No obstante, la estabilidad cambiaria sigue constituyendo una condición fundamental para mantener la inflación bajo control. Para alcanzar dicha estabilidad, no basta con que la política monetaria presente un tono adecuado, sino que es preciso instrumentar una combinación de políticas compatible con la estabilidad nominal de la economía.

#### **IV.2.2 Los tipos de interés de la deuda y de los activos y pasivos bancarios**

En un entorno financiero cerrado y altamente regulado, con escasos activos alternativos, el nivel de los tipos de interés a corto plazo fijado por el banco central representa la variable básica sobre la que se asientan los tipos de interés negociados en los distintos mercados. De esta forma, el banco central controla las condiciones financieras de la economía de manera relativamente sencilla.

Sin embargo, en la última década, los fenómenos de liberalización y desregulación registrados en España han modificado sustancialmente este entorno. En la actualidad, el Banco de España solo puede controlar, hasta cierto punto, el nivel de los tipos de interés en los mercados monetarios, mientras que los tipos de interés de los restantes mercados financieros dependen, además de los tipos a corto plazo, de la oferta y demanda de recursos en los mercados domésticos e internacionales, del nivel de los tipos de interés exteriores y de las expectativas de los agentes sobre la evolución de las variables económicas fundamentales. En este sentido, el banco emisor ha perdido, en cierta medida, el poder de influir en el nivel y la pendiente de la curva de rendimientos, y, con ello, se ha debilitado su capacidad de influir en el establecimiento de unas condiciones financieras en el medio y largo plazo.

Como se deriva de la experiencia reciente, la influencia del comportamiento de los inversores no residentes en el mercado de deuda sobre el nivel de tipo de interés en este mercado, junto a la relevancia de

este precio para la fijación de las condiciones financieras de los activos y pasivos financieros de la economía, obliga, de nuevo, a cuestionarse el papel que desempeña la liberalización de los movimientos de capital sobre el equilibrio financiero de la economía española. Si bien es cierto que la posibilidad de acudir a un mercado de fondos prestables más amplio sería una razón suficiente para esperar que la demanda se adjudicara a tipos de interés más reducidos, hay que considerar que las inversiones de no residentes se guían por un entramado complejo de motivaciones, con tendencia a la especulación, con lo que las variaciones de los tipos de interés que inducen pueden llegar a ser muy bruscas y no estar ajustadas a las condiciones económicas internas.

Adicionalmente, este aumento de los tipos de interés a largo plazo ejerce una influencia perturbadora sobre la política monetaria. En efecto: el mantenimiento de un elevado diferencial entre los tipos de los mercados monetarios y los de medio y largo plazo puede sugerir la idea de que se está instrumentando una política monetaria demasiado laxa, que ha conducido a un aumento de las expectativas de inflación y, por tanto, a un aumento de los tipos en el largo plazo. En este contexto, se plantea un serio dilema a las autoridades monetarias nacionales: si se piensa que las perturbaciones en el mercado de bonos son transitorias o se considera que la política monetaria no debe reaccionar ante las mismas, podría aparecer la sospecha de que las autoridades no están dispuestas a luchar seriamente contra la inflación; por el contrario, si la política monetaria reacciona con independencia de la situación del ciclo económico o de las perspectivas de inflación, podría estar dañando la posibilidad de alcanzar un crecimiento sostenido en el futuro.

Pese a todo, el Banco de España aún conserva un margen de actuación no desdeñable. En primer lugar, los tipos de interés a corto plazo son una variable de gran relevancia para la toma de decisiones de algunos agentes. Como analizaron Escrivá y Haldane (1994), una parte importante de la financiación empresarial se realiza a plazos cortos o a tipo variable, por lo que las medidas monetarias pueden afectar significativamente a este sector. Por el contrario, la posición financiera neta acreedora de las familias y los plazos más dilatados de sus pasivos hacen que el comportamiento de las economías domésticas esté menos

influido por la actuación del Banco de España en los mercados monetarios<sup>(21)</sup>.

En segundo lugar, la utilización exclusiva de la política monetaria atendiendo al objetivo de la estabilidad de precios puede permitir establecer un vínculo entre los tipos de interés de intervención y los tipos a largo plazo. La fijación de la estabilidad de precios como objetivo primordial del Banco de España y el establecimiento de un marco operativo en el que se prestará atención continuada a dicho objetivo en la toma de decisiones del Banco suponen dos importantes pasos en la dirección adecuada. En este sentido, tal como se observa en el gráfico 12, la instrumentación de la política monetaria en España, representada por la evolución de los tipos de interés a muy corto plazo, ha sido coherente con la evolución de los tipos en el largo plazo, ya sea porque los ha guiado, ya sea porque ha seguido las señales que dichos tipos emitían, sin que haya existido desacoplamiento entre ambos indicadores<sup>(22)</sup>. Asimismo, lo que se observa en los mercados crediticios, es una creciente relación entre el tipo de intervención del Banco de España y los tipos de interés de los préstamos bancarios (ver gráfico 13), lo cual podría ser un signo de que los impulsos monetarios se transmiten adecuadamente<sup>(23)</sup>.

En tercer lugar, hay que tener en cuenta que las perturbaciones en los mercados de deuda y de divisas no se trasladan automáticamente a

---

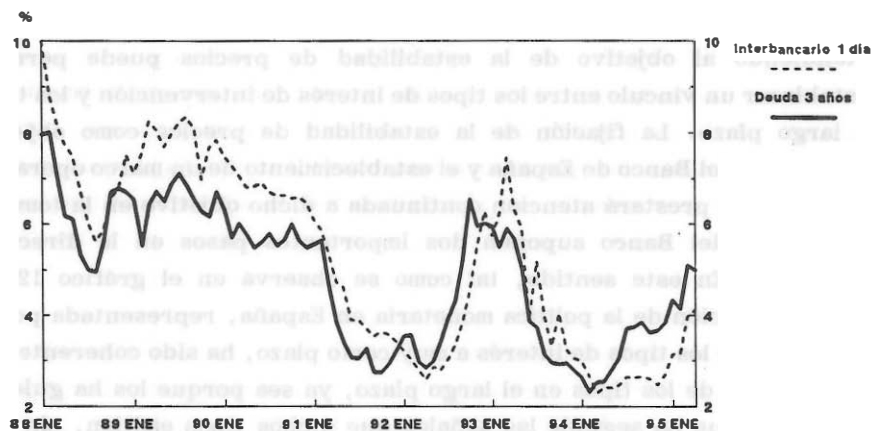
<sup>21</sup> El aumento de los préstamos hipotecarios a tipo variable, referenciados con algún tipo de interés a corto plazo, ha establecido un vínculo más estrecho entre la instrumentación de la política monetaria y la posición financiera de las familias, su renta disponible y su capacidad de consumo y ahorro.

<sup>22</sup> En los últimos meses, la crisis del mercado de bonos y otros factores de incertidumbre política han conducido a un notable aumento de los tipos de interés a medio y largo plazo que no ha sido seguido, en la misma medida, por los tipos a corto, dado que ni la situación de la economía ni las perspectivas de inflación lo aconsejaban.

<sup>23</sup> Cottarelli y Kourelis (1994) analizan la escasa disposición que tienen las entidades de crédito a cambiar sus tipos activos en ausencia de variaciones en el tipo de intervención del banco central. Los autores se refieren a este fenómeno como la "adicción al tipo de intervención".

**DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS EN  
ALEMANIA Y ESPAÑA**  
**Interbancario a 1 día y deuda a 3 años**

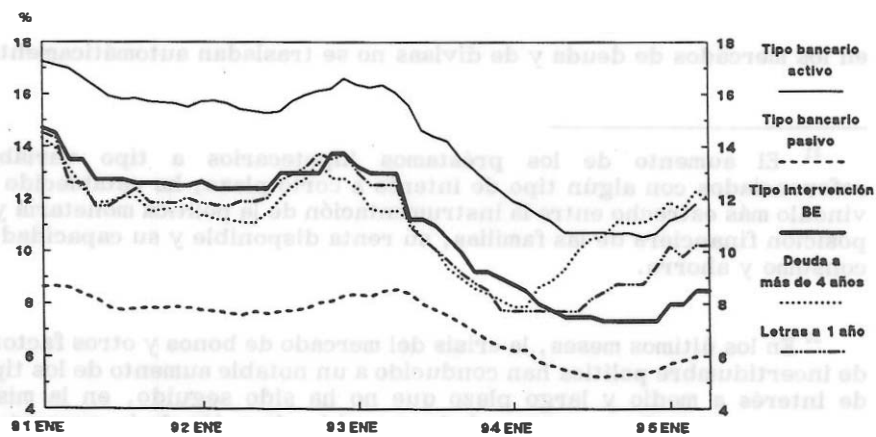
GRÁFICO 12



Fuente: Banco de España.

**TIPOS DE INTERÉS DE OPERACIONES BANCARIAS,  
DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA Y DEL  
MERCADO DE DEUDA**

GRÁFICO 13



Fuente: Banco de España.

los mercados crediticios, sino con cierta lentitud, de forma que estos pueden absorber temporalmente el impacto de dichos shocks. En principio, podría pensarse que, en la medida en que las variaciones de los tipos de los bonos se transmitieran a los tipos de interés de los depósitos y créditos bancarios, a través de la competencia ejercida por los valores públicos, tanto por el lado de la oferta como de la demanda de financiación, las condiciones de financiación de la economía podrían experimentar cambios que no estarían basados en los fundamentos de la misma, sino, por ejemplo, en la modificación de las expectativas de los inversores extranjeros. Sin embargo, diversos factores contribuyen a que dicho proceso de transmisión sea relativamente lento (ver gráfico 13):

a) El aumento de los tipos de interés a medio y largo plazo no afecta directamente a las cuentas de resultados de las entidades con la intensidad necesaria para que estas decidan inmediatamente una redefinición de sus tipos de interés.

b) Las entidades prefieren, en cierta medida, aumentar el crédito a familias y empresas a adquirir deuda pública, en especial, si los ratios de morosidad están mejorando y existe elevada incertidumbre respecto al nivel futuro de los tipos de interés. En dicho entorno, un aumento de los tipos de interés a largo plazo reduciría el valor de mercado de la deuda en la cartera de las entidades y obligaría a reconocer pérdidas y dotar provisiones.

c) El cobro de comisiones en la concesión de préstamos, las operaciones a tipo variable y la adaptación de otras condiciones, tales como el plazo o las garantías exigidas, permiten a las entidades variar su política crediticia sin tener que cambiar sus tipos de interés.

d) Por último, la mayor competencia bancaria, la reducción del coeficiente de caja y la pérdida de importancia relativa de los fondos inmovilizados en los certificados del Banco de España son factores que tienden a reducir los tipos de interés que aplican y, por tanto, a contrarrestar los posibles efectos derivados de las alzas en los tipos de interés a medio y largo plazo.



## **V. LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA COMO FACTOR DISCIPLINANTE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA**

Como se desprende de las páginas anteriores, la liberalización e integración financiera introduce elementos claros de disciplina en la política económica nacional, por cuanto esta se encuentra sometida a una evaluación continua por parte del mercado. Sin negar la naturaleza desestabilizadora de algunos movimientos especulativos, lo cierto es que la liberalización financiera tiende a castigar a aquellos países que no siguen unos objetivos claros de estabilidad. En países donde el poder político encuentra resistencias a la instrumentación de dichas políticas de estabilidad (reflejadas, por ejemplo, en la dificultad para acometer reformas estructurales y planes de consolidación fiscal), la apertura financiera al exterior puede contribuir a debilitar dichas resistencias, al obstaculizar todo curso de política económica no coherente con la estabilidad de la moneda.

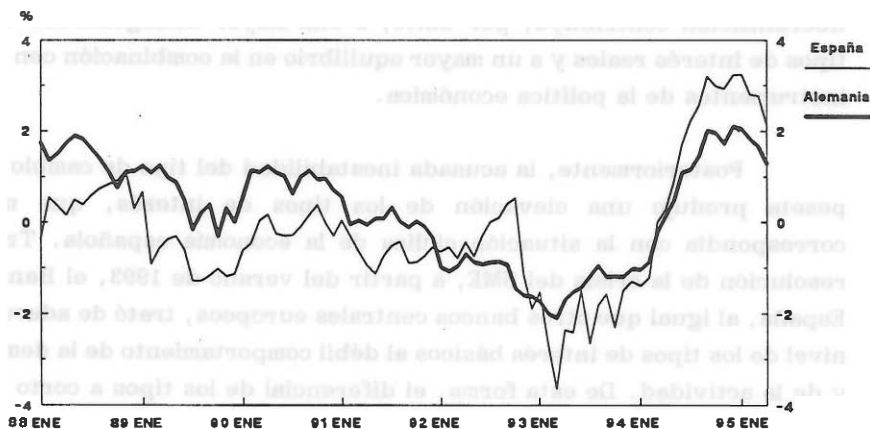
Como se ha analizado en los apartados anteriores, la liberalización ha debilitado, hasta cierto punto, el papel que la política monetaria desempeña en la corrección de los desequilibrios. Pero, sobre todo, la integración financiera de la economía ha supuesto que la política monetaria se valore atendiendo al objetivo de estabilidad que persigue, de forma que el uso excesivo de los instrumentos monetarios o la falta de colaboración por parte de otras vertientes de la política económica reciben la desaprobación por parte de los mercados.

Como se observa en el caso español (ver gráfico 14), la política monetaria instrumentada desde 1988 se caracterizó, en general, por imponer un alto grado de restricción: por un lado, hasta 1994, los tipos de interés a corto plazo se situaron por encima de los tipos a largo (lo que supone una curva de rendimientos con pendiente negativa) y, por otro, salvo en momentos concretos, dicha restricción fue superior a la impuesta en el país que ostenta el liderazgo europeo en términos de estabilidad monetaria. No obstante, el grado de restricción no fue constante a lo largo del período 1988-1992, sino que, como se observa en el gráfico 15, tras la importante eliminación de trabas a la inversión en deuda pública por parte de no residentes que tuvo lugar en 1991, los elevados diferenciales de

# **CURVA DE RENDIMIENTOS EN ESPAÑA Y ALEMANIA**

GRÁFICO 14

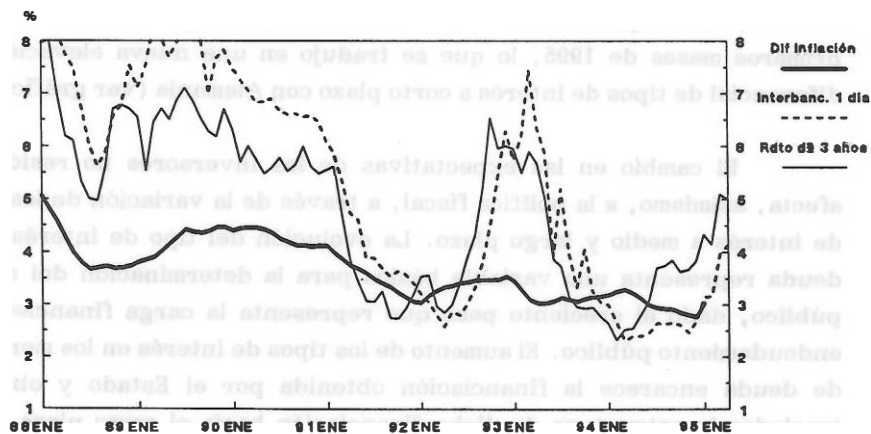
**Diferencia entre los tipos de Interés de la  
deuda a tres años y del Interbancario a 1 día**



Fuente: Banco de España.

# **DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS EN ALEMANIA Y ESPAÑA Y DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LOS TRES MEJORES PAÍSES DE LA CE**

GRÁFICO 15



Fuente: Banco de España.

tipos de interés respecto a los registrados en Alemania se redujeron significativamente, hasta aproximarse a lo que era el diferencial de inflación de España respecto a los países europeos más estables. La liberalización contribuyó, por tanto, a una mayor homogeneidad de los tipos de interés reales y a un mayor equilibrio en la combinación con otros instrumentos de la política económica.

Posteriormente, la acusada inestabilidad del tipo de cambio de la peseta produjo una elevación de los tipos de interés, que no se correspondía con la situación cíclica de la economía española. Tras la resolución de la crisis del SME, a partir del verano de 1993, el Banco de España, al igual que otros bancos centrales europeos, trató de adecuar el nivel de los tipos de interés básicos al débil comportamiento de la demanda y de la actividad. De esta forma, el diferencial de los tipos a corto plazo con Alemania disminuyó considerablemente en 1993 y se mantuvo a un bajo nivel en 1994. Los tipos de interés a largo plazo, por el contrario, reflejaron con mayor intensidad la crisis mundial de los mercados de bonos, con lo que el diferencial entre estos tipos y los alemanes aumentó significativamente desde los inicios de 1994, oscilando entre 4 y 5 puntos en los primeros meses de 1995. Respecto a los tipos de interés a corto plazo, el proceso de reducción de los mismos se detuvo a partir del verano de 1994, dando paso a una nueva fase de mayor rigor monetario en los primeros meses de 1995, lo que se tradujo en una nueva elevación del diferencial de tipos de interés a corto plazo con Alemania (ver gráfico 15).

El cambio en las expectativas de los inversores no residentes afecta, asimismo, a la política fiscal, a través de la variación de los tipos de interés a medio y largo plazo. La evolución del tipo de interés de la deuda representa una variable básica para la determinación del déficit público, dado el creciente peso que representa la carga financiera del endeudamiento público. El aumento de los tipos de interés en los mercados de deuda encarece la financiación obtenida por el Estado y obliga a trasladar la estructura de dicha financiación hacia el corto plazo. Para mantener el mismo nivel de gasto público o los mismos objetivos de déficit, se hace, entonces, necesaria la adopción de medidas restrictivas por el lado de los gastos o de los ingresos, con el fin de contrarrestar el aumento de la carga financiera de la deuda. Por tanto, si los objetivos se

mantienen, el aumento de los tipos de interés a medio y largo plazo induce un comportamiento más contractivo de la política fiscal.

Junto a esta función evaluadora de las políticas de estabilidad implementadas, el fenómeno de la integración financiera transmite, en ocasiones, perturbaciones registradas en otras economías, generalmente de mayor tamaño o representatividad, que inciden sobre las variables económicas del país, sin que ello esté en relación directa con las medidas efectivamente instrumentadas. Las diferencias en las posiciones cíclicas de los distintos países y, sobre todo, en el grado de credibilidad adquirido en la consecución de la estabilidad económica, son los principales factores que pueden limitar el curso de la política monetaria nacional, acercándola, con independencia de las condiciones internas, a la instrumentada en el exterior<sup>(24)</sup>. La disciplina importada a través de la integración financiera puede guardar, en ocasiones, poca relación con la situación cíclica de cada país, alentando cambios en las variables económicas que, si bien pueden ser deseables en el medio plazo, originan importantes costes de ajuste en un plazo más inmediato.

## VI. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

A partir de 1986, la economía española inició un proceso de apertura financiera al exterior que culminó, en febrero de 1992, con la plena liberalización de los movimientos de capital. Este proceso favoreció una internacionalización creciente de la actividad económica nacional y, en particular, una participación cada vez mayor de los no residentes en las distintas áreas de la esfera económica nacional.

Entre los aspectos positivos de esta internacionalización de la economía española, destaca, en primer lugar, la mayor importancia adquirida por la peseta en los mercados financieros internacionales, en

<sup>24</sup> Así, por ejemplo, la diferente duración del ciclo en Alemania, en relación con otros países europeos, condujo a que las condiciones financieras del área se adaptaran con retraso a la situación cíclica de la mayoría de las economías europeas en 1992 y 1993.

parte, derivada de la elevada rentabilidad ofrecida por los activos denominados en moneda nacional durante un buen trecho del período analizado. Este creciente interés de los inversores no residentes por la divisa española, además de favorecer un importante desarrollo de los distintos mercados financieros nacionales, dotándolos de una mayor liquidez, amplitud y profundidad, ha propiciado una conexión más rápida y directa entre los mismos, reduciendo su grado de segmentación.

En segundo lugar, hay que señalar que esta mayor presencia extranjera en la economía española ha desempeñado un papel crucial en la financiación de los déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que ha permitido una modernización de la estructura productiva y un mayor crecimiento económico.

Asimismo, la mayor integración financiera ha ejercido un papel disciplinante sobre las políticas económicas. En efecto: dado que solo las políticas encaminadas a lograr un crecimiento estable y sostenido, y dotadas de una cierta credibilidad, son aprobadas por los mercados financieros, las autoridades poseen un mayor incentivo a promover dichas políticas, puesto que así evitan el eventual impacto negativo sobre el tipo de cambio y los tipos de interés, que provocaría su alejamiento de dicho curso de estabilidad nominal. Las consecuencias positivas que genera la obtención de credibilidad en el exterior permiten, asimismo, compensar los costes que, en ocasiones, se alegan para impedir la remoción de los obstáculos estructurales que limitan el crecimiento económico y originan tensiones de precios.

No obstante, este proceso de liberalización e integración financiera no ha estado exento de costes. En efecto: la financiación exterior recibida por algunos sectores domésticos ha supuesto un aumento de su dependencia financiera del exterior que se ha traducido en un deterioro notable del déficit de la sub-balanza de rentas, ante el incremento significativo de los pagos por rentas del capital, principalmente, de carácter público. Asimismo, la interrelación entre los mercados internos y el sector exterior se ha traducido en una mayor vulnerabilidad de los mercados nacionales, ante la posibilidad de ataques especulativos.

Hasta el año 1992, dicha vulnerabilidad estuvo, en cierta medida, limitada por la existencia de controles de cambios que permitían dominar la dirección de los flujos de capital y reducir su intensidad, a través de la cantidad de pesetas disponible para no residentes o del mantenimiento de diferenciales entre el tipo de interés de la peseta interna y externa. Sin embargo, a partir de dicho año, si bien en condiciones de libre movilidad de capitales los tipos de interés de la peseta interno y externo han tendido a igualarse, en ocasiones, se produjo una desconexión entre la cotización a plazo de la peseta y el diferencial entre el mercado interno y externo, lo que muestra el enorme volumen de transacciones financieras especulativas que puede desencadenarse si el objetivo de estabilidad cambiaria no goza de credibilidad suficiente.

Asimismo, los fenómenos de integración y de liberalización financiera han dificultado, en ocasiones, la compatibilización entre los objetivos internos y externos de la política monetaria, lo que, entre otros factores, ha provocado cambios en el diseño de la política monetaria en los últimos años. En efecto: la liberalización progresiva de los movimientos de capital y la creciente globalización de los mercados han reforzado la inestabilidad de la demanda de ALP, provocada, en primera instancia, por los procesos de innovación financiera y de liberalización de los tipos de interés. Por otra parte, la evolución reciente de los mercados financieros ha contribuido a agudizar los problemas que plantea en el corto plazo el mantenimiento de un objetivo cambiario en un contexto de plena liberalización de los movimientos de capital. Por todo ello, el Banco de España ha decidido, finalmente, realizar un seguimiento directo de la inflación, utilizando para ello distintos indicadores del sector real y financiero. Ello no supone abandonar la referencia que prestan los agregados monetarios para la valoración de la situación y perspectivas de la inflación, ni restar importancia a la estabilidad cambiaria que, por el contrario, se juzga básica para alcanzar el objetivo final planteado.

El proceso de integración financiera ha producido, en líneas generales, un debilitamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. El poder de la política monetaria para fijar las condiciones monetarias y financieras de la economía se ha visto limitado, al menos en el corto plazo, por factores que escapan al control de las

autoridades. En efecto: por un lado, ha aumentado el protagonismo del tipo de cambio en la determinación de las condiciones financieras de la economía, en un momento en que la evolución cambiaria depende solo, hasta cierto punto, de la política monetaria. Por otro lado, se ha debilitado el nexo entre los tipos controlados por el Banco de España y los tipos de interés a medio y largo plazo, que, progresivamente, han pasado a reflejar la situación de los mercados internacionales y las expectativas de los inversores. Estos factores se han visto parcialmente contrarrestados por la creciente relación entre la evolución del tipo de intervención del Banco de España y de los tipos de los préstamos bancarios, que está explicada por la mayor integración entre los distintos mercados financieros y por el aumento de la competencia, generado, en parte, por la apertura al exterior.

Los obligados cambios en la estrategia de política monetaria y las interferencias producidas en el mecanismo de transmisión han provocado que la conducción de la política monetaria sea una tarea más delicada que hace unos años. Sin embargo, es preciso señalar que existe un cierto margen para que las autoridades conserven la iniciativa en el establecimiento de las condiciones financieras más adecuadas para el logro del objetivo de estabilidad y alto crecimiento. En primer lugar, la independencia otorgada al Banco de España para perseguir la estabilidad de precios garantiza la autonomía para aplicar de forma sistemática las condiciones monetarias más adecuadas para el logro de la estabilidad. En segundo lugar, la ampliación de bandas del SME, acordada en agosto de 1993, permite centrar, en mayor medida, los esfuerzos de la política monetaria en la situación de la economía doméstica, aunque la estabilidad cambiaria sigue siendo imprescindible para preservar la integración comercial y asegurar la convergencia hacia la estabilidad de precios. En tercer lugar, los tipos a corto plazo conservan todavía una influencia relevante en las decisiones financieras de los agentes. Además, como acabamos de comentar, la transmisión hacia los tipos bancarios se ha fortalecido.

En la actualidad, pese a la mayor coherencia del nivel del tipo de cambio en relación con la situación cíclica y la competitividad de la economía española, persiste un importante diferencial de tipos de interés

con el exterior. Este diferencial es indicativo de una mayor incertidumbre en lo que respecta a la evolución futura del déficit público y de la inflación. Dicha incertidumbre, en ausencia de un grado adecuado de equilibrio en las condiciones macroeconómicas básicas, amplía las posibilidades de que se generen procesos de inestabilidad en los mercados financieros.

En esta situación, algunos autores han planteado la conveniencia de articular algún tipo de medidas orientadas a frenar las operaciones de carácter puramente especulativo, así como de establecer un control prudencial más riguroso sobre las técnicas operativas de determinados agentes. Sin embargo, deben señalarse la dificultades de este empeño: cualquier tipo de medida que afecte a la libre circulación de capitales, además de generar importantes costes en términos de credibilidad, solo es eficaz por periodos muy cortos, como consecuencia, principalmente, de que resulta imposible abarcar todas las operaciones, agentes y mercados, y, sobre todo, extenderlas a todos los centros financieros.

La imposibilidad de aislar los mercados financieros nacionales y de establecer unas normas universales que limiten el volumen de los flujos de capital incrementa la importancia de las políticas económicas nacionales en este nuevo contexto financiero. Los instrumentos de política económica han de ser manejados de forma flexible, facilitando su reacción ante perturbaciones no deseadas procedentes del exterior. Como afirma Crockett (1993), cuanto más probable es que las autoridades instrumenten medidas de ajuste compatibles con dicha liberalización financiera, aceptando su disciplina, menos probables serán las presiones en el mercado de divisas.

Y, en definitiva, el proceso de liberalización financiera exige una mayor coordinación de las políticas económicas entre los países con vínculos más estrechos y una mayor convergencia en el grado de estabilidad, medido en términos de la inflación y de las cuentas públicas. Este efecto disciplinante del proceso de integración financiera ha de ser aprovechado con el fin de instrumentar las medidas necesarias que permitan progresar hacia la estabilidad de precios, reducir el nivel de los tipos de interés y mejorar las perspectivas de crecimiento económico a



medio plazo. Ello permitiría avanzar en la senda de la Unión Económica y Monetaria y compartir la reputación de estabilidad alcanzada por las principales economías europeas.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- Alejano, Aurora y Ortega, Eloísa** (1992): "Alternativas de financiación en pesetas de las entidades de crédito residentes: 1982-1992", Boletín Económico, Banco de España, junio.
- Alejano, Aurora** (1994a): "El proceso de liberalización del mercado de divisas y la intervención del Banco de España", Banco de España, Servicio de Estudios, EC/1994/4.
- Alejano, Aurora** (1994b): "Los movimientos de capital a corto plazo en España en el período 1986-1993: la experiencia liberalizadora", Banco de España, Servicio de Estudios, EC/1994/41.
- Argimón, Isabel y Roldán, José Ma.** (1991): "Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CEE", Banco de España, Documento de Trabajo nº 9110.
- Borges, Antonio M.** (1993): "Commentary: Monetary policy implications of increased capital flows", en Changing capital markets: implications for monetary policy, Federal Reserve of Kansas City.
- Cottarelli C. y Kourelis A.** (1994): "Financial structure, bank lending rates and the transmission mechanism of monetary policy", Staff Papers, Fondo Monetario Internacional, Vol. 41, nº 4, diciembre.
- Crockett, Andrew** (1993): "Monetary policy implications of increased capital flows", en Changing capital markets: implications for monetary policy, Federal Reserve of Kansas City.
- Escrivá, José Luis y Haldane, Andrew G.** (1994): "The interest rate transmission mechanism: sectorial estimates for Spain", Banco de España, Documento de Trabajo nº 9414.
- Feldstein, M.** (1995): "Too little, not too much". The Economist, 24 de junio.

**Goldstein, M. y Mussa, M. (1993):** "International capital markets: exchange rate management and international capital flows", International Monetary Fund, abril 1993.

**Hernández, Gloria (1992):** "Algunas reflexiones sobre los efectos de la integración monetaria europea en los mercados de deuda pública", ICE nº703, marzo 1992.

**Navascués, Miguel (1994):** "La crisis de los mercados de bonos en 1994", Boletín Económico, Banco de España, octubre.

**Quirós, Gabriel (1993):** "Características de la inversión y la operativa de no residentes en el mercado español de bonos y obligaciones", Boletín Económico, Banco de España, julio-agosto.

**Quirós, Gabriel (1995):** "Operaciones simultáneas e indicadores de la actividad de no residentes", Boletín Económico, Banco de España, enero.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **Pedro Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9106 **Juan Ayuso:** Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9107 **Juan J. Dolado y José Luis Escrivá:** La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9109 **Soledad Núñez:** Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 **Isabel Argimón y José M.ª Roldán:** Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 **José Luis Escrivá y Román Santos:** Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 **Carlos Chuliá:** El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.
- 9113 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 **Miguel Sebastián:** Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 **Pedro Martínez Méndez:** Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 **Ana R. de Lamo y Juan J. Dolado:** Un modelo del mercado de trabajo y la restricción de oferta en la economía española.
- 9117 **Juan Luis Vega:** Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 **Javier Jareño y Juan Carlos Delrieu:** La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 **Juan Ayuso Huertas:** Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 **Juan Ayuso, Juan J. Dolado y Simón Sosvilla-Rivero:** Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 **José M. González-Páramo, José M. Roldán and Miguel Sebastián:** Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.
- 9203 **César Alonso y Samuel Bentolila:** La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 **Cristina Mazón:** Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 **Cristina Mazón:** El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 **Fernando Restoy:** Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 **Fernando Restoy:** Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 **Fernando Restoy and Georg Michael Rockinger:** Investment incentives in endogenously growing economies.

- 9209 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Cuestiones sobre política fiscal en España.
- 9210 **Ángel Serrat Tubert:** Riesgo, especulación y cobertura en un mercado de futuros dinámico.
- 9211 **Soledad Núñez Ramos:** Fras, futuros y opciones sobre el MIBOR.
- 9213 **Javier Santillán:** La idoneidad y asignación del ahorro mundial.
- 9214 **María de los Llanos Matea:** Contrastes de raíces unitarias para series mensuales. Una aplicación al IPC.
- 9215 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Ahorro, riqueza y tipos de interés en España.
- 9216 **Javier Azcárate Aguilar-Amat:** La supervisión de los conglomerados financieros.
- 9217 **Olympia Bover:** Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España (1976-1991). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9218 **Jeroen J. M. Kremers, Neil R. Ericsson and Juan J. Dolado:** The power of cointegration tests.
- 9219 **Luis Julián Álvarez, Juan Carlos Delrieu y Javier Jareño:** Tratamiento de predicciones conflictivas: empleo eficiente de información extramuestral. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9221 **Fernando Restoy:** Tipos de interés y disciplina fiscal en uniones monetarias. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9222 **Manuel Arellano:** Introducción al análisis econométrico con datos de panel.
- 9223 **Ángel Serrat:** Diferenciales de tipos de interés ONSHORE/OFFSHORE y operaciones SWAP.
- 9224 **Ángel Serrat:** Credibilidad y arbitraje de la peseta en el SME.
- 9225 **Juan Ayuso y Fernando Restoy:** Eficiencia y primas de riesgo en los mercados de cambio. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9226 **Luis J. Álvarez, Juan C. Delrieu y Antoni Espasa:** Aproximación lineal por tramos a comportamientos no lineales: estimación de señales de nivel y crecimiento.
- 9227 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad, estructura de mercado y situación financiera.
- 9228 **Ángel Estrada García:** Una función de consumo de bienes duraderos.
- 9229 **Juan J. Dolado and Samuel Bentolila:** Who are the insiders? Wage setting in spanish manufacturing firms.
- 9301 **Emiliano González Mota:** Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and Ricardo Mestre:** On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 **Juan Ayuso y Juan Luis Vega:** Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 **Ángel Luis Gómez Jiménez:** Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 **Ángel Estrada y Miguel Sebastián:** Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.
- 9306 **Jesús Briones, Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta.
- 9307 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9308 **Cristina Mazón:** Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?

- 9309 **Juan Dolado, Alessandra Goria and Andrea Ichino:** Immigration and growth in the host country.
- 9310 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy and G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Serie de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **P. Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **P. Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín and Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.

- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.ª Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.ª Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Bover and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9413 **Carlos Chuliá:** Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.
- 9414 **José Luis Escrivá y Andrew G. Haldane:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en España: estimación basada en desagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentina Regil:** Métodos para la extracción de señales y para la trimestralización. Una aplicación: Trimestralización del deflactor del consumo privado nacional.
- 9416 **José Antonio Cuenca:** Variables para el estudio del sector monetario. Agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos.
- 9417 **Ángel Estrada y David López-Salido:** La relación entre el consumo y la renta en España: un modelo empírico con datos agregados.
- 9418 **José M. González Mínguez:** Una aplicación de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal a los países de la UE.
- 9419 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en el SME tras la ampliación de bandas? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9420 **Simon Milner and David Metcalf:** Spanish pay setting institutions and performance outcomes.
- 9421 **Javier Santillán:** El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria.
- 9422 **Juan Luis Vega:** ¿Es estable la función de demanda a largo plazo de ALP? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9423 **Gabriel Quirós:** El mercado italiano de deuda pública.
- 9424 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Inversión privada, gasto público y efecto expulsión: evidencia para el caso español.
- 9425 **Charles Goodhart and José Viñals:** Strategy and tactics of monetary policy: Examples from Europe and the Antipodes.
- 9426 **Carmen Melcón:** Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia.
- 9427 **Olympia Bover and Manuel Arellano:** Female labour force participation in the 1980s: the case of Spain.

- 9428 **Juan María Peñalosa:** The Spanish catching-up process: General determinants and contribution of the manufacturing industry.
- 9429 **Susana Núñez:** Perspectivas de los sistemas de pagos: una reflexión crítica.
- 9430 **José Viñals:** ¿Es posible la convergencia en España?: En busca del tiempo perdido.
- 9501 **Jorge Blázquez y Miguel Sebastián:** Capital público y restricción presupuestaria gubernamental.
- 9502 **Ana Buisán:** Principales determinantes de los ingresos por turismo.
- 9503 **Ana Buisán y Esther Gordo:** La protección nominal como factor determinante de las importaciones de bienes.
- 9504 **Ricardo Mestre:** A macroeconomic evaluation of the Spanish monetary policy transmission mechanism.
- 9505 **Fernando Restoy and Ana Revenga:** Optimal exchange rate flexibility in an economy with intersectoral rigidities and nontraded goods.
- 9506 **Ángel Estrada y Javier Vallés:** Inversión y costes financieros: evidencia en España con datos de panel. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9507 **Francisco Alonso:** La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español.
- 9508 **Francisco Alonso y Fernando Restoy:** La remuneración de la volatilidad en el mercado español de renta variable.
- 9509 **Fernando C. Ballabriga, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** España en Europa: asimetrías reales y nominales.
- 9510 **Juan Carlos Casado, Juan Alberto Campoy y Carlos Chuliá:** La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea.
- 9511 **Juan Luis Díaz del Hoyo y A. Javier Prado Donúñez:** Los FRAs como guías de las expectativas del mercado sobre tipos de interés.
- 9512 **José M.ª Sánchez Sáez y Teresa Sastre de Miguel:** ¿Es el tamaño un factor explicativo de las diferencias entre entidades bancarias?
- 9513 **Juan Ayuso y Soledad Núñez:** ¿Desestabilizan los activos derivados el mercado al contado?: La experiencia española en el mercado de deuda pública.
- 9514 **M.ª Cruz Manzano Frías y M.ª Teresa Sastre de Miguel:** Factores relevantes en la determinación del margen de explotación de bancos y cajas de ahorros.
- 9515 **Fernando Restoy and Philippe Weil:** Approximate equilibrium asset prices.
- 9516 **Gabriel Quirós:** El mercado francés de deuda pública.
- 9517 **Ana L. Revenga and Samuel Bentolila:** What affects the employment rate intensity of growth?
- 9518 **Ignacio Iglesias Araúzo y Jaime Esteban Velasco:** Repos y operaciones simultáneas: estudio de la normativa.
- 9519 **Ignacio Fuentes:** Las instituciones bancarias españolas y el Mercado Único.
- 9520 **Ignacio Hernando:** Política monetaria y estructura financiera de las empresas.
- 9521 **Luis Julián Álvarez y Miguel Sebastián:** La inflación latente en España: una perspectiva macroeconómica.
- 9522 **Soledad Núñez Ramos:** Estimación de la estructura temporal de los tipos de interés en España: elección entre métodos alternativos.
- 9523 **Isabel Argimón, José M. González-Páramo y José M.ª Roldán Alegre:** Does public spending crowd out private investment? Evidence from a panel of 14 OECD countries.



- 9524 **Luis Julián Álvarez, Fernando C. Ballabriga y Javier Jareño:** Un modelo macroeconómico trimestral para la economía española.
- 9525 **Aurora Alejano y Juan M.ª Peñalosa:** La integración financiera de la economía española: efectos sobre los mercados financieros y la política monetaria.

---

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

**Información:** Banco de España  
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión  
Teléfono: 338 51 80  
Alcalá, 50. 28014 Madrid